

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



Résumé

- 1. Hausse des taux directeurs.** Les banques centrales vont continuer à relever agressivement les taux afin de pouvoir crier victoire sur l'inflation. Le dommage collatéral, à savoir un risque accru de récession, sera traité l'année prochaine. Nous prévoyons 175 points de base de hausse de taux supplémentaire pour la Fed cette année et 150 points de base pour la BCE. Suite à la baisse des anticipations d'inflation, le marché a ajusté ses attentes pour les rapprocher des nôtres.
- 2. Volatilité et légère hausse des taux d'intérêt attendue.** L'essentiel du mouvement de hausse des taux d'intérêt est probablement derrière nous. Nous prévoyons une hausse très modérée des taux d'intérêt sur les 12 prochains mois car les banques centrales continueront à resserrer leurs politiques monétaires. Nos objectifs ont été revus à 3,25 % pour le rendement du Trésor à 10 ans et à 1,75 % pour le rendement du Bund à 10 ans. Nous sommes Neutres sur les obligations États américaines et allemandes.
- 3. Quatre mots à la mode expliqués, en rapport avec les défis et les prochaines actions de la BCE :** fragmentation, réinvestissements flexibles, outil anti-fragmentation et stérilisation. Le marché a accordé une grande confiance à la BCE. Le prix des obligations périphériques s'est déjà ajusté. Nous sommes Neutres sur les obligations périphériques.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : 4 mots à la mode expliqués	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LE TAUX HYPOTHÉCAIRE À 30 ANS AUX ÉTATS-UNIS A PRESQUE DOUBLÉ DEPUIS LE 1ER JANVIER



Source: Refinitiv Datastream, 07-07-22

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Banques centrales

Combattre l'inflation à tout prix ?

Banque centrale européenne (BCE)

Orientation claire : La BCE a l'intention de mettre fin aux achats nets d'obligations le 1er juillet, puis de relever ses taux directeurs.

Notre scénario actualisé : Nous prévoyons une hausse des taux de 25 points de base en juillet, 50 points de base lors des réunions de septembre et d'octobre en raison de la persistance d'une inflation élevée, puis un retour à des hausses de taux de 25 points de base. Le taux de dépôt devrait donc s'établir à 1% à la fin de l'année et à 2% en décembre 2023 (cf graphique). Nous supposons que le taux de refinancement principal sera supérieur de 25 points de base au taux de dépôt.

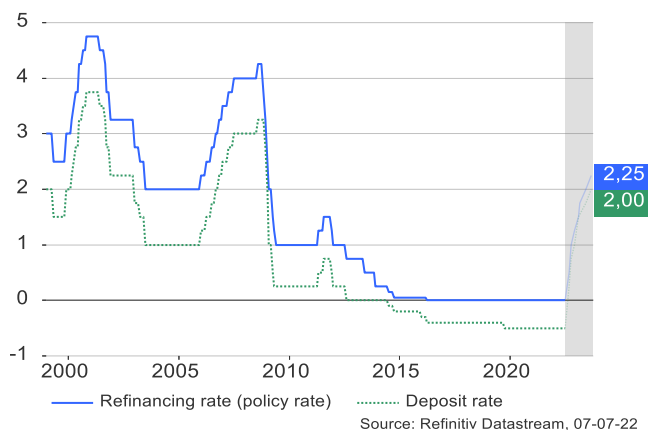
Partage des risques : Afin de permettre un tel rythme de hausse de taux sans générer une fragmentation de la zone euro, la BCE va activer la flexibilité de l'outil de réinvestissement (c'est-à-dire rediriger les réinvestissements vers l'Italie) et créer un nouvel outil anti-fragmentation. Plus d'informations lors de la prochaine réunion de la BCE, le 21 juillet.

Réserve fédérale américaine (Fed)

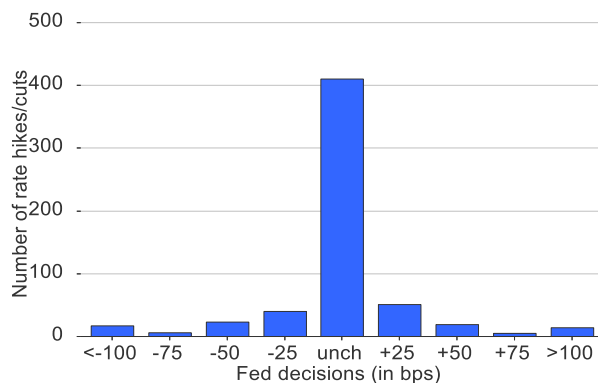
Hausse audacieuse : La Fed a décidé de relever ses taux de 75 points de base en juin. Powell a justifié cette décision audacieuse et inhabituelle (cf graphique) par la hausse des anticipations d'inflation à long terme des consommateurs selon l'enquête de l'Université du Michigan. Il est inhabituel que la Fed mentionne explicitement une donnée et que celle-ci dicte sa décision. C'est particulièrement inhabituel pour cette enquête car elle est très influencée par les prix de l'essence, ce que la Fed ne peut pas contrôler.

Notre scénario actualisé : Nous prévoyons désormais une hausse des taux de 75 points de base lors de la prochaine réunion, suivie d'une hausse de 50 points de base. Comme le taux neutre sera atteint et dépassé et que l'inflation devrait avoir commencé à diminuer, nous envisageons ensuite une hausse des taux de 25 points de base lors des deux prochaines réunions. Ainsi, nous voyons un taux directeur à 3,5% à la fin de l'année. C'est aussi notre taux de fin de cycle. La Fed pourrait réduire ses taux fin 2023 pour éviter une récession.

TAUX DIRECTEURS DE LA BCE (%)



DÉCISIONS SUR LES TAUX DE LA FED DEPUIS 1972



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les banques centrales vont continuer à relever agressivement les taux afin de pouvoir crier victoire sur l'inflation. Le dommage collatéral, à savoir un risque accru de récession, sera traité l'année prochaine. Nous prévoyons 175 points de base de hausse de taux supplémentaire pour la Fed cette année et 150 points de base pour la BCE. Suite à la baisse des anticipations d'inflation, le marché a ajusté ses attentes pour les rapprocher des nôtres.



Rendements obligataires

Des mouvements massifs

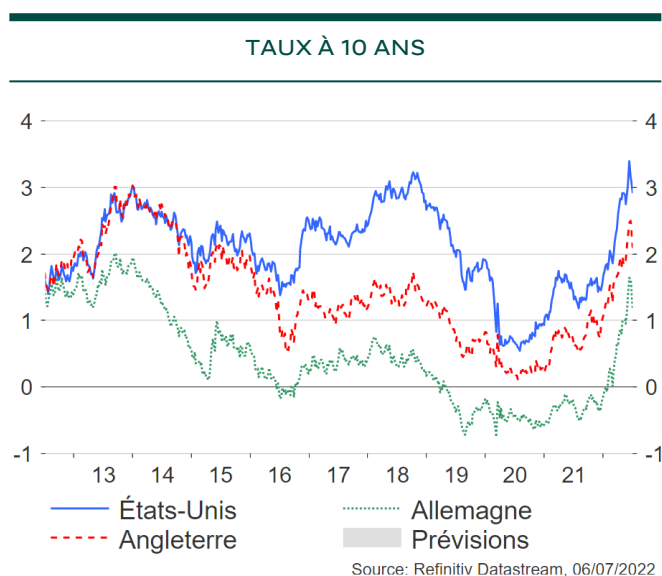
Banque centrale européenne (BCE)

Les taux à long terme ont continué à se tendre en juin, mais ont légèrement baissé ces derniers temps, car les anticipations d'inflation ont baissé (en lien avec la baisse des prix des matières premières) et le marché a réévalué à la baisse le rythme de la politique monétaire en raison du risque accru de récession.

L'essentiel de la hausse des rendements à long terme est probablement derrière nous. Nous prévoyons une hausse modérée à partir de maintenant, compte tenu du resserrement monétaire mondial, du resserrement quantitatif de la Fed et de la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE.

Nous avons revu nos objectifs de taux à 10 ans à 3,25% (contre 2,75% avant) pour le rendement à 10 ans aux États-Unis et à 1,75% (contre 1% avant) en Allemagne. Quant au taux à 2 ans, nos objectifs sont à 3,25% aux États-Unis (contre 2,75% avant) et à 1,5% en Allemagne (contre 0,5% avant).

Nous restons Neutres sur les obligations d'État à long terme américaines et allemandes.



	Maturités (années)	29/06/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	3,05	3,25
	5	3,15	3,25
	10	3,09	3,25
	30	3,21	3,25
Allemagne	2	0,83	1,50
	5	1,27	1,50
	10	1,51	1,75
	30	1,72	1,90
Royaume-Uni	2	2,04	2,35
	5	2,07	2,45
	10	2,38	2,65
	30	2,66	2,95
Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM			

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

L'essentiel de la hausse des taux est probablement derrière nous. Nous prévoyons une hausse très modérée des taux à long terme sur les 12 prochains mois, car les banques centrales continueront à resserrer leur politique monétaire. Nos objectifs ont été revus à 3,25% pour le rendement du Trésor à 10 ans et à 1,75% pour le rendement du bund allemand. Nous sommes Neutres sur les obligations d'État américaines et allemandes.



Thème du mois

Combattre l'inflation à tout prix ?

Banque centrale européenne (BCE)

La BCE va monter ses taux directeurs. Si les économies les plus fortes s'adapteront, les pays périphériques risquent de souffrir des coûts de refinancement plus élevés à un moment où la croissance économique ralentit. La BCE doit donc trouver un moyen d'atténuer le choc pour éviter la fragmentation.

Fragmentation : lorsque les coûts d'emprunt d'un pays diverge sans explication technique (par exemple, l'accès aux facilités permanentes de la BCE) ou fondamentale (par exemple, le risque de crédit de la contrepartie). La BCE doit lutter contre la fragmentation pour assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire à chaque pays. Deux moyens : des réinvestissements flexibles et un outil anti-fragmentation.

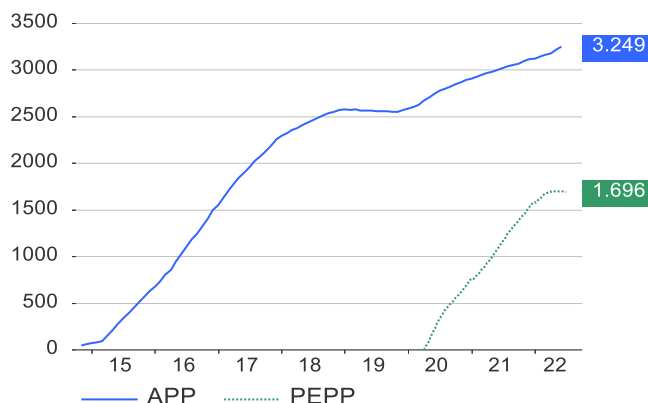
Réinvestissements flexibles : la BCE arrêtera ses achats nets d'obligations le 1er juillet, mais elle continuera d'acheter puisqu'elle réinvestira les obligations arrivées à échéance. Jusqu'à présent, les réinvestissements se faisaient selon la clé de réparti-

tion du capital de la BCE. Mi-juin, la BCE a décidé d'appliquer les réinvestissements flexibles. Ainsi, le produit des obligations allemandes arrivées à échéance pourra être utilisé pour acheter des obligations italiennes. Cet outil a cependant ses limites, d'où la nécessité d'un nouvel outil structurel.

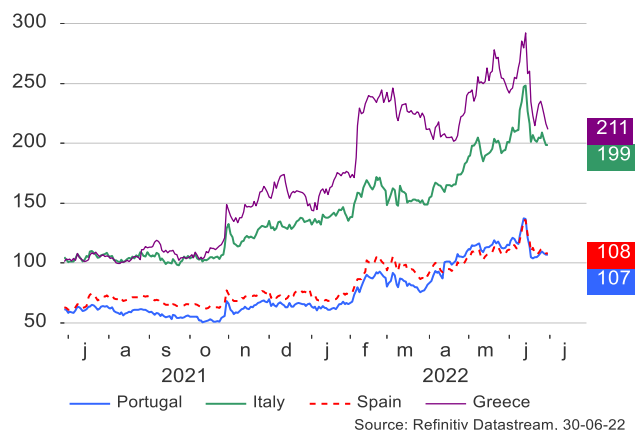
Outil anti-fragmentation : il devrait être détaillé le 21 juillet. Il visera à plafonner les taux/écarts de rendements d'un/de plusieurs pays. Il pourrait y avoir des similitudes avec le *Securities Markets Programme* (SMP) avec lequel la BCE avait acquis des obligations des pays périphériques en 2010-2012.

Stérilisation : le problème de l'outil anti-fragmentation est qu'il conduit la BCE à acheter des obligations, donc à augmenter la masse monétaire, ce qui crée de l'inflation. Pour éviter cet effet indésirable, la BCE doit retirer du système cette masse monétaire nouvellement créée (stérilisation). Elle peut le faire en incitant les banques commerciales à placer leurs liquidités auprès d'elle, via par exemple la création d'une facilité de dépôt à terme auprès de la BCE (comme le SMP) ou via des certificats de dépôt.

MONTANTS DÉTENUS PAR LA BCE AVEC SES DEUX PROGRAMMES D'ACHATS D'ACTIFS (MDS EUR)



LES SPREADS PÉRIPHÉRIQUES SE SONT FORTEMENT RESSERRÉS SUITE AUX NOUVELLES DE LA BCE.



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Alors que la BCE s'engage dans un cycle de relèvement des taux dans un contexte de croissance économique plus lente, elle doit trouver un moyen d'éviter la fragmentation des pays de la zone euro. Les réinvestissements flexibles des programmes d'achat d'obligations sont une solution à court terme. L'outil anti-fragmentation qui devrait être dévoilé le 21 juillet est un outil structurel. La BCE veillera à stériliser la masse monétaire. Le marché a beaucoup fait confiance à la BCE. Le prix des obligations périphériques s'est déjà ajusté. Nous sommes Neutres sur les obligations périphériques.



Nos recommandations d'investissement

Classe d'actifs	Zone	Notre vue	
Obligations d'État	Allemagne	=	Nous sommes Neutres sur les obligations souveraines allemandes.
	Pays périphériques	=	Neutres sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce).
	États-Unis	+ =	• Positifs sur les obligations d'État américaines à court terme pour les investisseurs basés en dollar. • Nous sommes Neutres sur la dette à long terme.
Obligations d'entreprises Investment Grade	Eurozone États-Unis	=	• Vue Neutre sur les obligations d'entreprises. Privilégier une durée inférieure à l'indice de référence pour les obligations EUR (5 ans). Nous augmentons la durée jusqu'au benchmark aux États-Unis (8 ans). • Privilégier les obligations d'entreprises à court terme et de qualité. • Neutres sur les obligations convertibles de la zone euro.
Obligations d'entreprises High Yield	Eurozone et États-Unis	=	• 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

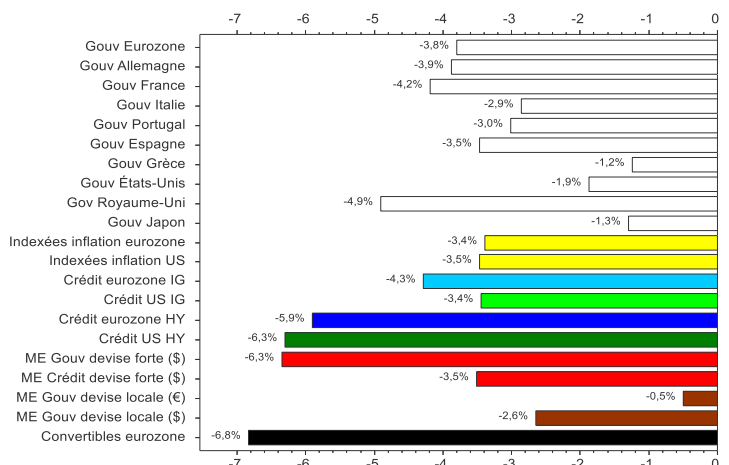
	Taux à 10 ans (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
États-Unis	3,09	---	
Allemagne	1,51	---	
France	2,05	55	2
Italie	3,49	199	5
Espagne	2,59	108	1
Portugal	2,58	107	-5
Grèce	3,67	216	-38
29/06/2022 Source: Refinitiv Datastream			

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	2,97	55	6
Obligations d'entreprise IG EUR	3,29	208	41
Obligations d'entreprise IG USD	4,75	153	19
Obligations d'entreprise HY EUR	7,64	602	112
Obligations d'entreprise HY USD	8,80	549	137
Émergents - Obligations d'État en devise forte	7,83	463	58
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	7,68	452	53
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,47	132	-22
29/06/2022 Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg			



Performances

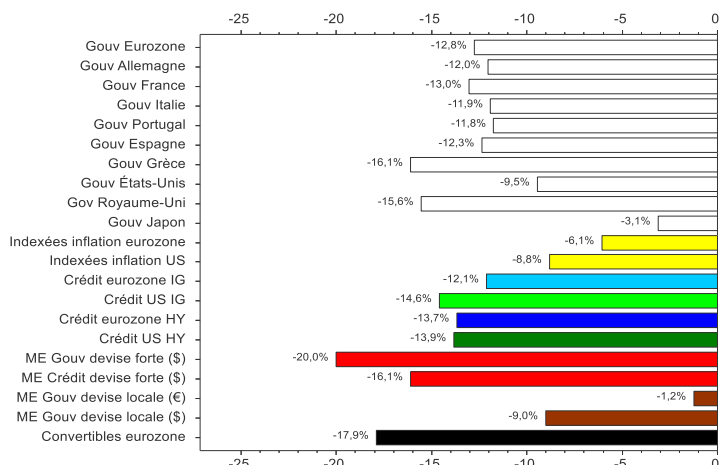
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 29-06-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 29-06-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

L'ÉQUIPE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

Jean-Roland DESSARD

Chief Investment Advisor

Isabelle ENOS

Investment Advisor

ITALIE

Luca IANDIMARINO

Chief Investment Advisor

BELGIQUE

Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

Alain GÉRARD

Senior Investment Advisor, Actions

Xavier TIMMERMANS

Senior Investment Strategist, PRB

ALLEMAGNE

Stephan KEMPER

Investment Strategist

Stefan MALY

LUXEMBOURG

Guy ERTZ

Chief Investment Advisor

Édouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIE

Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer, Asie

Grace TAM

Chief Investment Advisor, Asie



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Ce document commercial est communiqué par le Métier de la Gestion de fortune de BNP Paribas, Société Anonyme, Siège Social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, enregistré sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, enregistré en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementé 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 communiqué, 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) quel que 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 collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions dans ces produits ou traiter avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2022). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

**La banque
d'un monde
qui change**