

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



Résumé

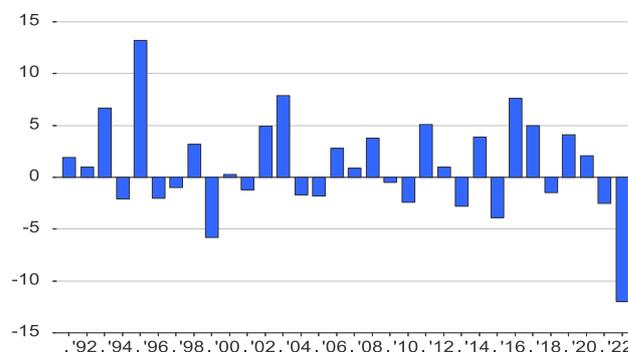
- 1. La Fed et la BCE veulent resserrer leurs taux directeurs pour combattre l'inflation. La BCE se montre maintenant plus offensive que la Fed.** Les attentes du marché nous semblent trop élevées. La BCE devrait resserrer son taux directeur dès juillet, avec l'objectif de sortir des taux négatifs en septembre. La Fed pourrait réduire le rythme de son resserrement monétaire à partir de l'automne si l'inflation décélère suffisamment.
- 2. Les taux d'intérêt continuent de se tendre, mais cette fois-ci davantage en Allemagne qu'aux États-Unis. La volatilité reste élevée et la liquidité se détériore.** Nous avons revu nos objectifs de taux à 1% pour le Bund allemand dans 12 mois et à 2,75% pour le bon du Trésor américain à 10 ans. Nous anticipons une courbe des taux américaine plate dans 12 mois. Opinion Neutre sur les obligations d'État à long terme et Positive sur les obligations d'État américaines à court terme pour les investisseurs en dollar.
- 3. Obligations souveraines italiennes : Les valorisations sont en train de s'ajuster à une nouvelle ère sans achats nets de la BCE. Les réinvestissements des obligations arrivant à échéance faits par la BCE limiteront les risques, sans les éliminer.** Le spread italien pourrait continuer à s'écarter. Les obligations souveraines italiennes devraient sous-performer les obligations d'État allemandes. Préférer les obligations d'État à maturité courte.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : L'Italie, de retour sous les projecteurs	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

DÉBUT D'ANNÉE CALAMITEUX : PERFORMANCE DU 1 JANVIER AU 8 JUIN DE CHAQUE ANNÉE (%)

Bloomberg Global Aggregate USD index (pays développés et émergents, obligations d'État et d'entreprises)



Source: Refinitiv Datastream, 08-06-22

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)

Normalisation progressive mais soutenue : Sans surprise, la BCE a décidé de stopper ses achats nets d'obligations au 1^{er} juillet et d'augmenter ses taux ensuite, en juillet (25pb), en septembre (25pb ou plus) et sûrement au-delà.

Notre vue : La BCE va tenir son engagement du fait de la vigueur de l'inflation (cf graphique), de la faiblesse de l'euro et des projections économiques qui voient une inflation supérieure à l'objectif de 2 % (2,1%) en 2024. Notre scénario initial d'un taux dépositaire à 1% fin 2023 va être revu à la hausse.

Anticipation du marché : Le marché anticipe un resserrement monétaire agressif, avec un taux dépositaire proche de 2% fin 2023.

Risque : Le risque de fragmentation de la zone euro, c'est-à-dire un écartement des spreads dans la zone euro non justifié par les fondamentaux, est réel. Pour l'éviter, la BCE insiste sur la flexibilité qu'elle a pour allouer les réinvestissements obligataires aux pays où les spreads se sont le plus écartés. De plus, elle travaille sur un nouvel outil pour atteindre ce but.

Réserve fédérale américaine (Fed)

La Fed doit faire plus : Les anticipations d'inflation ne se sont détendues que trop légèrement (cf graphique). Les conditions monétaires se sont assouplies depuis un mois. L'inflation décélère trop lentement.

Conséquence : Les minutes de la dernière réunion de politique monétaire laissent transparaître que ses membres souhaitent des hausses de taux audacieuses maintenant afin d'avoir plus de flexibilité plus tard.

Notre vue : Notre scénario est conforté par les minutes de la Fed. Nous anticipons une hausse de taux de 50 pb aux 2 prochaines réunions de la Fed (juin et juillet) puis des hausses plus réduites de 25bp car l'inflation devrait décélérer suffisamment et les risques sur la croissance devraient s'accroître. Nous voyons un taux terminal à 2,75% fin 2023.

Anticipation du marché : Les anticipations ont été revues à la baisse. Le taux terminal est retombé à 3%.

Gestion du bilan : La Fed a commencé à réduire son bilan en juin en cessant de réinvestir une partie de ses obligations arrivant à échéance.

INFLATION EN ZONE EURO,
VARIATION EN GLISSEMENT ANNUEL (%)



INFLATION ANTICIPÉE :
SWAP D'INFLATION À 5 ANS DANS 5 ANS (%)



CONCLUSION

La Fed et la BCE veulent resserrer leurs taux directeurs pour combattre l'inflation. En revanche, la dynamique est en train de changer puisque c'est maintenant la BCE qui se montre plus offensive que la Fed. La BCE devrait resserrer son taux directeur dès juillet, avec l'objectif de sortir des taux négatifs en septembre. La Fed pourrait réduire le rythme de son resserrement monétaire à partir de l'automne si l'inflation décélère suffisamment.



Rendements obligataires

Des mouvements massifs

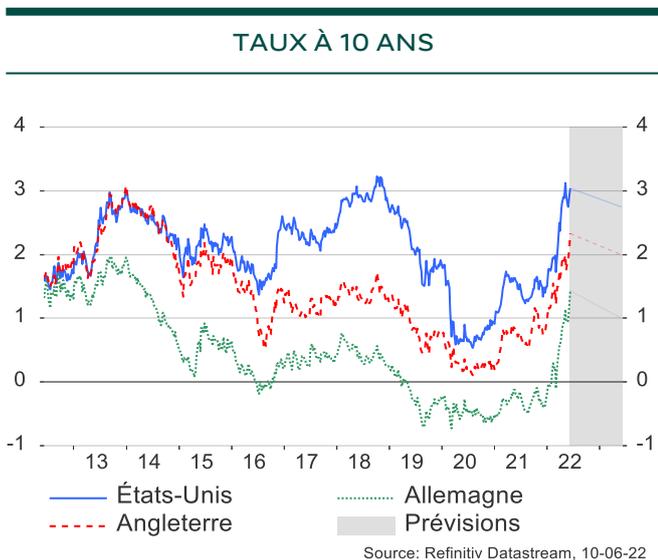
Changement de dynamique : Les taux ont continué à se tendre dernièrement, mais cette fois-ci nettement plus en Allemagne qu’aux États-Unis, du fait des discours fermes des banquiers centraux européens et à cause de l’inflation qui a surpris à la hausse.

Objectifs de taux : Nous avons revu nos objectifs à la hausse pour les taux allemands, à 0,5% pour le taux à 2 ans et à 1% pour le taux à 10 ans dans 12 mois. Les taux actuels sont supérieurs à nos objectifs et devraient le rester encore quelques mois car l’inflation pourrait continuer à surprendre à la hausse jusqu’à l’automne. Aux États-Unis nous anticipons des taux dans 12 mois plus bas qu’aujourd’hui car l’inflation devrait ralentir, ce qui incitera la Fed à être moins agressive dans son cycle de resserrement monétaire, d’autant plus que la croissance devrait décélérer. Nous voyons une courbe des taux plate, à 2,75% dans 12 mois.

Notre vue : Nous sommes Neutres sur les obligations à long terme et Positifs sur les obligations américaines à court terme pour les investisseurs basés en dollar.

	Maturités (années)	08/06/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	2,77	2,75
	5	3,03	2,75
	10	3,03	2,75
	30	3,18	2,75
Allemagne	2	0,70	0,50
	5	1,08	0,75
	10	1,35	1,00
	30	1,59	1,30
Royaume-Uni	2	1,78	1,60
	5	1,88	1,75
	10	2,25	2,00
	30	2,46	2,40

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM



CONCLUSION

Les taux d'intérêt continuent de se tendre, mais cette fois-ci davantage en Allemagne qu’aux États-Unis. La volatilité reste élevée et la liquidité se détériore. Nous avons revu nos objectifs de taux à 1% pour le Bund allemand dans 12 mois et à 2,75% pour le bon du Trésor américain à 10 ans. Nous anticipons une courbe des taux américaine plate dans 12 mois.

Thème du mois

L'Italie, de retour sous les projecteurs

Les obligations souveraines des pays périphériques à la zone euro (Italie, Grèce, Espagne, Portugal) souffrent depuis le début de l'année (cf graphique). Avec les tensions sur les taux d'intérêt et l'écartement des primes de risque, l'Italie, gros émetteur de la zone euro, est revenue sur les devants de la scène.

>200pb : La perception du risque a augmenté. Le spread italien (écart entre le rendement de l'obligation italienne à 10 ans et allemande à 10 ans) a dépassé la barre symbolique de 200pb (cf graphique).

>3% : Le rendement de l'obligation italienne à 10 ans s'est tendu à 3,4%. Le rendement élevé se justifie par les risques existants.

Risque lié à la BCE : La BCE va stopper ses achats nets d'obligations vers le 1er juillet. Sa part devra être absorbée par les investisseurs.

Risque lié au refinancement : Le retrait de la BCE arrive à un moment où l'Italie a des besoins de refinancement conséquents (500Mds EUR dans les 18 prochains mois), dans un contexte où les taux d'intérêt sont plus élevés, où l'Italie fait face à une croissance

molle et une inflation élevée et où les risques de récession planent sur la zone euro. La crainte de la viabilité de la dette pourrait revenir.

Risque lié aux élections : Même si elles ne sont prévues qu'avant le 1er juin 2023, les pourparlers vont commencer après l'approbation du budget en octobre/novembre.

Soutien relatif de la BCE : Les obligations arrivées à échéance seront réinvesties. La BCE pourrait en théorie rediriger tous les réinvestissements du PEPP vers les pays dont les spreads se sont le plus écartés pour éviter une fragmentation de la zone euro.

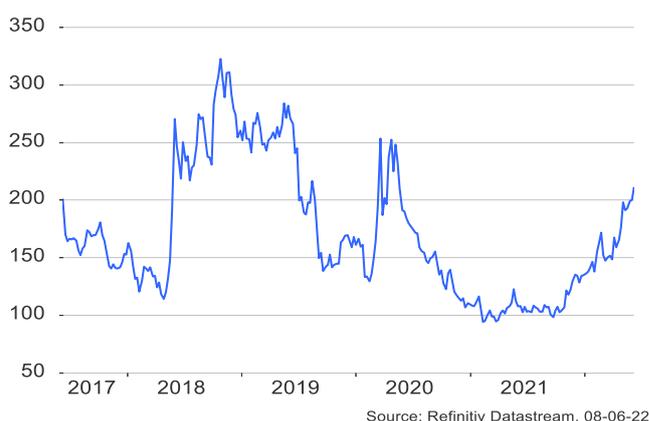
Soutien à long terme de l'UE : La levée de dette commune (programmes NextGen, Repower EU) est un grand pas vers plus d'intégration et de transferts au sein de la zone euro à long terme.

Conclusion : Nous sommes Neutres sur les obligations d'État italiennes. Les spreads pourraient encore s'écartier. Quand la BCE avait stoppé ses achats nets en janvier-juillet 2019, les spreads évoluaient entre 250 et 275pb. Préférer les obligations à maturité courte.

PERFORMANCE DE LA DETTE ITALIENNE DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE (%)



SPREAD ITALIEN (PB)



CONCLUSION

Les spreads des obligations périphériques sont en train de s'ajuster à une nouvelle ère sans achats nets de la BCE. Les réinvestissements des obligations arrivant à maturité faits par la BCE limiteront les risques sans les éliminer. Le spread italien pourrait continuer à s'écartier. Les obligations souveraines italiennes devraient sous-performer les obligations d'État allemandes. Préférer les obligations d'État à maturité courte.



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	+ =	<ul style="list-style-type: none"> • 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	=	<ul style="list-style-type: none"> • Nous préférons les obligations d'entreprises aux obligations souveraines. • 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 US (8 ans). • Neutres sur les obligations convertibles de la zone euro.
	États-Unis		
Obligations d'entreprises 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	3,03	---	
Allemagne	1,35	---	
France	1,87	52	0
Italie	3,46	211	11
Espagne	2,48	113	2
Portugal	2,51	116	1
Grèce	3,99	264	24

08/06/2022
Source: Refinitiv Datastream

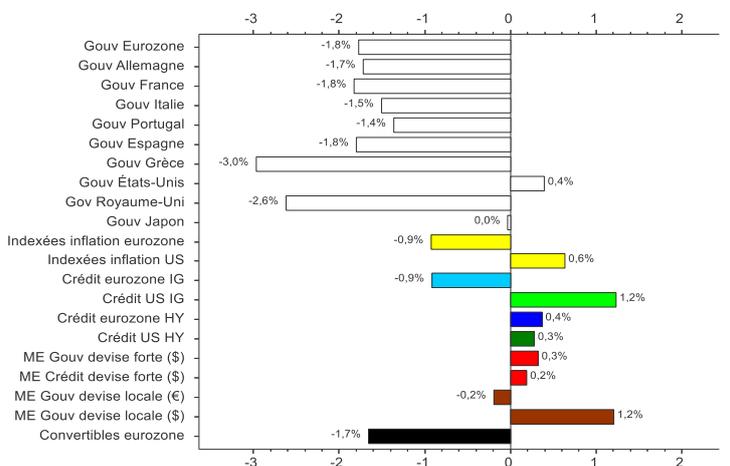
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	2,77	49	0
Obligations d'entreprise IG EUR	2,63	162	1
Obligations d'entreprise IG USD	4,40	130	-4
Obligations d'entreprise HY EUR	5,81	461	-22
Obligations d'entreprise HY USD	7,41	420	18
Émergents - Obligations d'État en devise forte	7,16	405	8
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	6,77	377	-17
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,39	136	4

08/06/2022
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg



Performances

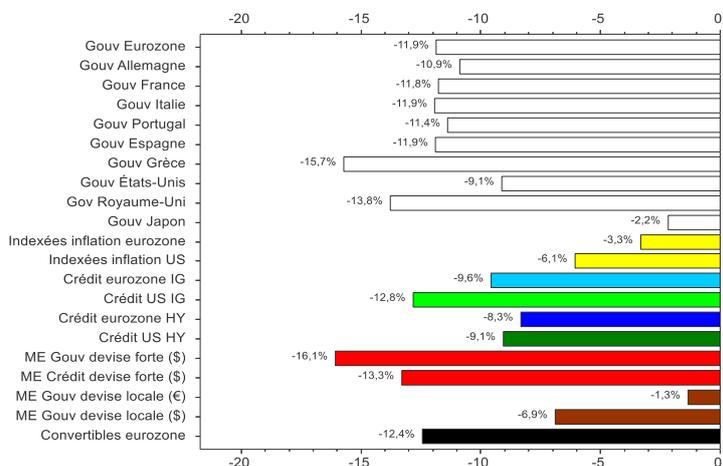
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 08-06-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 08-06-22 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
Investment Advisor, Fixed Income

ASIE

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asie

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asie

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 (2022). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

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