

# Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

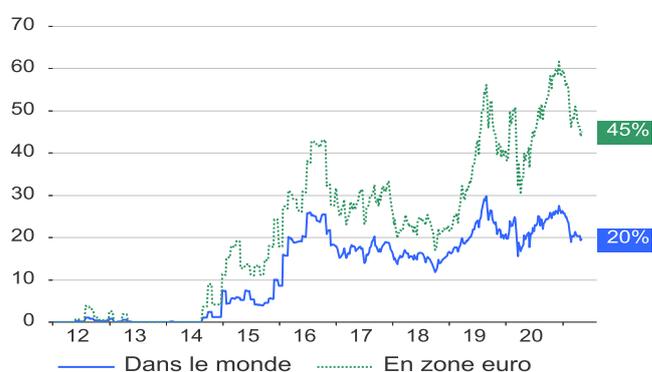
## Résumé

1. **Après les banques centrales d'Angleterre et du Canada, au tour de la BCE et de la Fed de réduire les mesures d'urgence.** La réduction/fin des achats nets d'obligations ne signifie pas que ces banques centrales durcissent leur politique monétaire car elles continueront à réinvestir les obligations tombées à maturité pendant plusieurs années. Vu le stock d'obligations accumulé, les montants à réinvestir seront substantiels.
2. **Les taux à long terme devraient reprendre le chemin de la hausse à partir de juin.** Nous restons négatifs sur les obligations américaines et allemandes à long terme.
3. **Plus d'opportunités sur les obligations américaines à court terme pour les investisseurs en dollar** car nous pensons que la Fed sera plus patiente pour normaliser sa politique monétaire que ce qu'escompte le marché.
4. **Plus d'inflation dans les prochains mois aux États-Unis** mais les obligations indexées à l'inflation nous semblent correctement valorisées. Le potentiel de hausse est limité.
5. **Sur le crédit, les taux de défauts baissent grâce à l'amélioration des fondamentaux.** Les spreads sont à des niveaux historiques bas. La performance des obligations d'entreprises viendra du portage.

## Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : inflation & TIPS	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

### LE POURCENTAGE D'OBLIGATIONS INVESTMENT GRADE A RENDEMENT NÉGATIF À MATURITÉ EST RETOMBÉ À 45% EN ZONE EURO ET À 20% DANS LE MONDE



Source: Refinitiv Datastream, 07/05/2021

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Banques centrales

### Réduire bientôt les mesures d'urgence

#### Banque centrale européenne (BCE)

**Ton raisonnement optimiste** du côté de la BCE: certes les défis contre la Covid sont encore là, mais la campagne de vaccination s'accélère et la reprise économique devrait être forte.

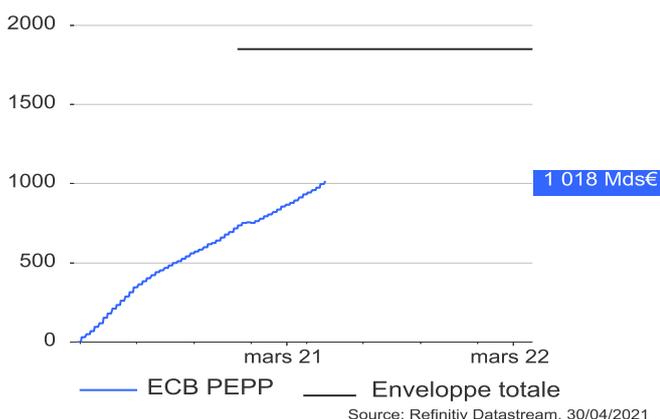
Nouvelles projections économiques à venir en juin. Elles seront probablement améliorées par rapport à celles de mars.

**Conséquence** : les membres de la BCE partisans d'un politique monétaire plus stricte vont certainement renouveler leurs appels pour que la BCE réduise les montants qu'elle achète sur les marchés obligataires chaque semaine via son programme d'urgence pandémique (PEPP).

Nous pensons qu'ils seront écoutés et que **la BCE va réduire ses achats très progressivement à partir de juin**, tout en insistant sur la flexibilité de l'outil PEPP et donc la possibilité d'augmenter les achats si besoin.

Nous pensons que la BCE épuisera l'enveloppe de 1850 milliards d'euros du PEPP et qu'il ne sera pas prolongé au-delà de mars 2022.

#### MILLE MILLIARDS D'EUROS DÉJÀ ACHETÉS VIA LE PLAN D'URGENCE PANDEMIQUE (55% DE SA CAPACITÉ TOTALE)



#### Réserve fédérale américaine (Fed)

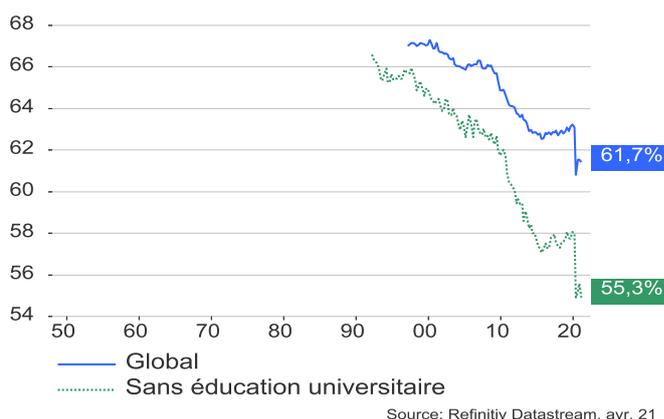
**La Fed reste sur sa ligne de pensée** : l'inflation sera temporaire, l'économie s'améliore, l'emploi également, mais pas assez pour justifier le début d'un retrait du soutien monétaire. La Fed veut que le marché de l'emploi s'améliore pour tous les Américains. Or 20% des travailleurs dans la tranche de salaire la plus basse sont toujours au chômage après un an depuis février dernier. Le dernier rapport de l'emploi était moins bon qu'attendu, la Fed est donc confortée dans son idée d'être patiente.

Aussi, la Fed continuera d'acheter 120 milliards de dollar par mois de titres dans le marché. La baisse du rythme des achats (*tapering*) n'est pas l'ordre du jour.

**Tapering** : le débat sera probablement lancé en juin, après plusieurs solides rapports de l'emploi et 70% de la population adulte vaccinée contre la Covid.

**Nous tablons sur une annonce de tapering en Septembre**, avec implémentation début 2022, et une première hausse de taux directeur quand les effets de la pandémie se seront dissipés, au T3 2023.

#### LES TAUX DE PARTICIPATION AU MARCHÉ DU TRAVAIL SONT LOIN DE LEURS NIVEAUX PRÉ-PANDEMIQUE



## CONCLUSION

La Fed et la BCE devraient réduire progressivement leurs mesures d'urgence dans les mois qui viennent. Les politiques monétaires resteront toutefois très accommodantes car même si les flux d'achats nets s'arrêteront, les réinvestissements des obligations arrivées à maturité continueront pendant des années. Le stock énorme d'obligations détenues par les banques centrales garantit des réinvestissements substantiels.



## Rendements obligataires

### Pause à court terme dans un marché baissier

Les messages prudents et concertés de la Fed ont porté leurs fruits: le taux américain à 10 ans est retombé proche de 1,55% après avoir touché un plus haut à 1,74% fin mars. A l'inverse, les taux allemands à long terme se sont tendus légèrement suite à une série de publication de chiffres économiques meilleurs que prévu. Le taux allemand à 10 ans est revenu à son niveau pré-pandémie (-0,20%). Le taux moyen à 10 ans des pays de la zone euro (pondéré par leur PIB) est repassé positif (0,12%).

En tout état de cause, les taux longs aux États-Unis et en Europe restent très bas au regard de la très forte croissance économique à venir. Nous pensons que les taux à long terme vont reprendre le chemin de la hausse en juin, quand les banques centrales changeront progressivement leur discours.

**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 directeurs trop agressive selon nous.

#### PERFORMANCE DES OBLIGATIONS D'ÉTATS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 10/05/2021

	Maturités (années)	7/05/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,15	0,40
	5	0,77	1
	10	1,58	2
	30	2,28	2,60
Allemagne	2	-0,69	-0,50
	5	-0,59	-0,30
	10	-0,22	0
	30	0,35	0,50
Royaume-Uni	2	0,03	0,30
	5	0,32	0,60
	10	0,78	1,20
	30	1,32	1,50

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### CONCLUSION

La divergence entre l'évolution récente des taux à long terme américain et allemand n'est pas le début d'une tendance. Les taux à long terme devraient se tendre à nouveau à partir de juin.



## Thème du mois

### Treasury Inflation Protected Securities (TIPS)

La pandémie a causé des ruptures majeures dans les chaînes d'approvisionnement au niveau mondial. Maintenant que la reprise économique s'amorce dans la plupart des pays développés, les prix des matières premières explosent. Le pétrole et les métaux gagnent entre 3 et 30% depuis le début de l'année (exception faite pour l'or qui perd 3%). Idem pour les prix des produits agricoles, avec des hausses de 10-20% et même jusqu'à 60% pour le maïs.

L'inflation est perceptible dans les données agrégées, surtout aux États-Unis, où l'indice des prix à la consommation était de 2,6% en mars (1,3% en zone euro).

Les opérateurs de marchés anticipent une inflation plus soutenue dans les années à venir qu'aujourd'hui, tout en escomptant une surchauffe temporaire (cf. graphique). Ils prévoient une inflation annualisée de 2,68% sur les cinq années à venir aux États-Unis, soit le plus haut niveau depuis la crise financière de 2008. Les anticipations sont plus modérées en zone euro: 1,28% en Allemagne, 1,37% en France et 1,34% en Italie.

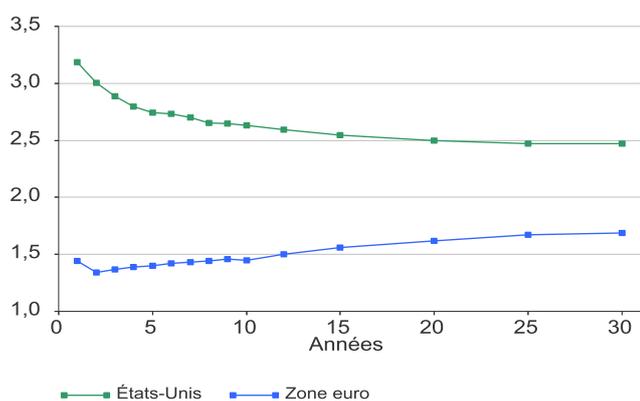
Aussi, les obligations américaines indexées sur l'inflation (TIPS) ont enregistré des flux acheteurs conséquents depuis le début de l'année. Elles permettent de toucher des coupons ajustés de l'inflation et un capital à maturité également ajusté de l'inflation (ou le capital initial en cas de déflation).

Aujourd'hui, les TIPS nous paraissent correctement valorisées après la forte remontée des anticipations d'inflation.

L'indicateur à suivre est l'évolution des taux réels. Le *tapering* (réduction des achats d'actifs de la Fed) de 2013 avait fait bondir les taux réels, ce qui avait fait chuter la valorisation des TIPS de l'ordre de 8% en quelques mois (cf. graphique). L'histoire ne devrait cependant pas se répéter avec la même amplitude, vu la grande prudence de la Fed. Nous anticipons l'annonce du *tapering* pour septembre.

D'ici là, nous sommes neutres sur les TIPS du fait de la valorisation. En terme relatif, nous pensons qu'elles surperformeront les obligations nominales.

#### COURBES SWAP INDEXÉES SUR L'INFLATION. SURCHAUFFE TEMPORAIRE AUX ÉTATS-UNIS



#### PERFORMANCE DES TIPS ET TAUX RÉELS



### CONCLUSION

Le potentiel d'appréciation des obligations américaines indexées sur l'inflation (TIPS) est limité selon nous. L'inflation pourrait continuer sa progression au cours des prochains mois mais les taux réels devraient se tendre. Nous préférons rester neutres sur les TIPS. En relatif, elles devraient toutefois surperformer les obligations nominales.

## 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>• Positifs sur la dette à court terme pour les investisseurs basés en dollar.</li> <li>• Négatifs sur la dette à long terme.</li> </ul>
Obligations d'entreprise Investment Grade	Eurozone et États-Unis	+	<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 durée 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>
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	1,58	- - -	
Allemagne	-0,22	- - -	
France	0,17	39	+13
Italie	0,92	114	+12
Espagne	0,49	71	+4
Portugal	0,51	73	+16
Grèce	1,01	123	+5

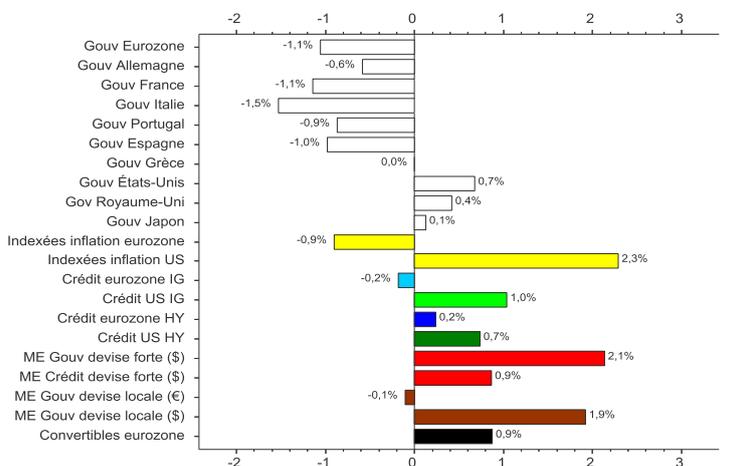
7/05/2021  
Source: Refinitiv Datastream

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,11	32	0
Obligations d'entreprise IG EUR	0,34	84	-3
Obligations d'entreprise IG USD	2,13	87	-2
Obligations d'entreprise HY EUR	2,90	292	-7
Obligations d'entreprise HY USD	3,91	289	-1
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,34	292	-15
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	3,74	294	-5
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,89	412	+7

7/05/2021  
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays

# Performances

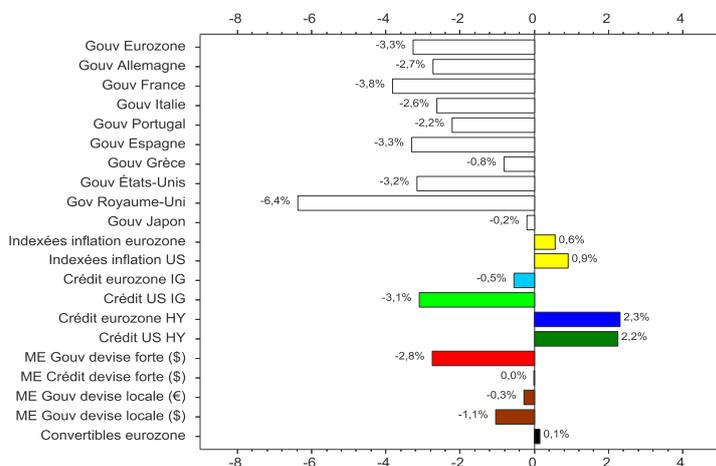
## SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 07/05/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

## DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 07/05/2021 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 Prudenciel 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