MARS 2022

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

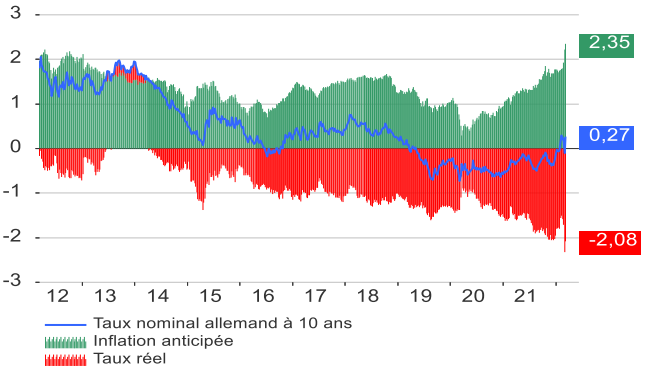
Résumé

1. **La normalisation des politiques monétaires de la Fed et de la BCE ne devrait être que marginalement affectée par l'incertitude géopolitique, les banques centrales se souciant davantage de l'inflation trop élevée.** Nous conservons notre scénario prudent, à savoir 4 hausses de taux directeurs cette année pour la Fed et une seule en décembre pour la BCE.
2. **Les taux d'intérêt à long terme américains et allemands, qui s'étaient fortement détendus avec l'aversion au risque, sont déjà revenus à leurs niveaux pré conflit militaire. Ils devraient se tendre davantage car l'inflation va rester plus élevée pour plus longtemps.** Nous restons négatifs sur les obligations allemandes et américaines à long terme. Nous sommes passés positifs sur les obligations américaines à court terme car elles servent de valeur refuge en cas de tensions géopolitiques.
3. **Dans cette période marquée par les incertitudes géopolitiques et le début de normalisation des politiques monétaires des grandes banques centrales des pays développés,** nous pensons que les obligations d'État américaines à court terme, les obligations avec des coupons indexés, les obligations d'entreprises et les obligations émergentes présentent des opportunités.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Idées d'investissement en cette période troublée	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LA DÉCOMPOSITION DU TAUX NOMINAL ALLEMAND À 10 ANS MONTRE UNE ENVOLÉE DES ANTICIPATIONS D'INFLATION ET UN TAUX RÉEL AU PLUS BAS HISTORIQUE



Source: Refinitiv Datastream, 11-03-22

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management

BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT

La banque d'un monde qui change

Banques centrales

Vers une normalisation flexible

Banque centrale européenne (BCE)

Inflation : La BCE a revu ses prévisions d'inflation fortement à la hausse pour 2022 et légèrement à la hausse pour 2023 et 2024. Les prévisions d'inflation à moyen terme sont très proche de l'objectif de 2%.

Position inconfortable pour la BCE, avec d'un côté une inflation actuellement bien au-delà de sa cible de 2%, et de l'autre, une croissance fragilisée par l'incertitude géopolitique et les conséquences des sanctions contre la Russie. Face à ce dilemme, la BCE a fait le choix de prioriser la lutte contre l'inflation.

Normalisation flexible : la normalisation de la politique monétaire est en route. La BCE va stopper les achats nets du programme d'achats d'actifs pandémie PEPP en mars, accélérer la réduction des achats d'actifs du programme classique APP pour, a priori, stopper ses achats nets au T3 et monter ses taux directeurs quelques temps après.

Hausse des taux : septembre n'est pas écarté, mais décembre nous semble plus plausible étant donné que ce n'est que vers la fin d'année que l'on devrait voir l'inflation se traduire par des hausses de salaires.

Réserve fédérale américaine (Fed)

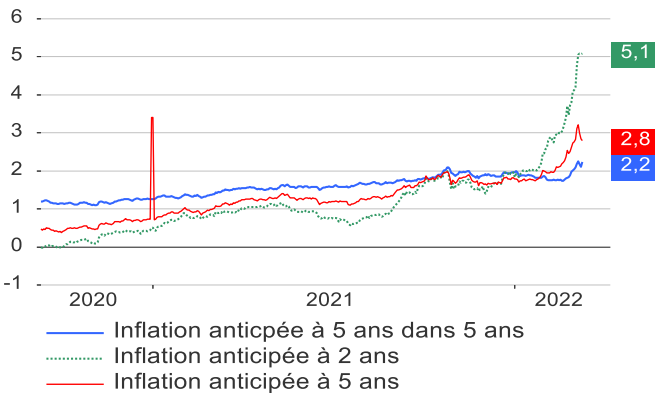
Plus de prudence mais pas de marche arrière : la Fed devrait maintenir sa feuille de route vers la normalisation de sa politique monétaire tout en se montrant prudente vu l'incertitude géopolitique et les légères tensions sur le marché monétaire.

Notre vue : nous conservons notre scénario prudent, à savoir une hausse de 0,25% des taux directeurs en mars, 4 hausses de taux au total cette année et 4 l'année prochaine. La réduction de la taille du bilan devrait être annoncée en juin et commencer en juillet.

Fin de l'emballement ? La probabilité d'une hausse de taux de 0,50% en mars est passée d'environ 100% à 0% suite au conflit militaire. Cependant, le nombre de hausses de taux attendues par le marché est passé de 7 à 5, avant de revenir à 7 avec la publication de l'inflation pour février (7,9%).

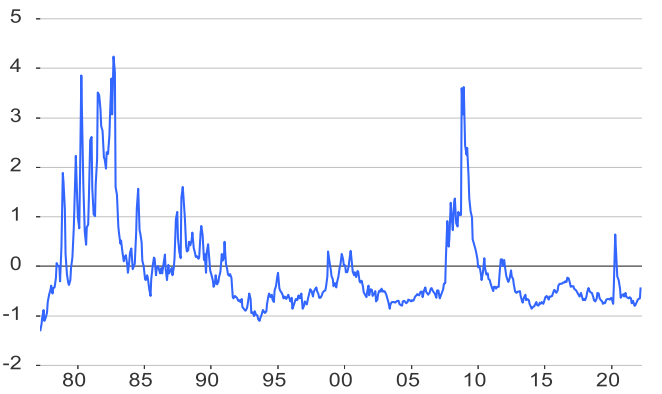
Les conditions financières ont déjà commencé à se durcir avec l'écartement des spreads de crédit et la chute des marchés actions alors que la Fed n'a pas encore monté ses taux ni stoppé ses achats d'obligations.

L'INFLATION À MOYEN TERME BASÉE SUR LES PRIX DE MARCHÉ EST SUPÉRIEURE À L'OBJECTIF DE LA BCE



Source: Refinitiv Datastream, 11-03-22

LES CONDITIONS FINANCIÈRES SE DURCISSENT (FED DE CHICAGO)



Source: Refinitiv Datastream, 04-03-22

CONCLUSION

La normalisation des politiques monétaires de la Fed et de la BCE ne devrait être que marginalement affectée par l'incertitude géopolitique, les banques centrales se souciant davantage de l'inflation trop élevée. Nous conservons notre scénario prudent, à savoir 4 hausses de taux directeurs cette année pour la Fed et une seule en décembre pour la BCE.

Rendements obligataires

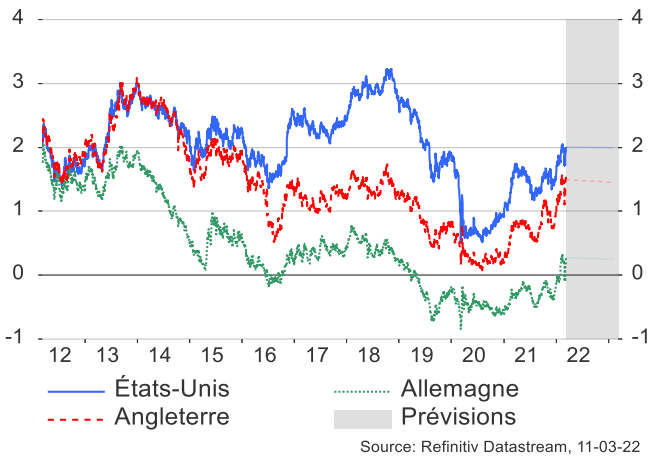
Volatils

Le conflit militaire a provoqué un fort mouvement d'aversion au risque fin février, les taux d'intérêt à long terme se sont violement détendus. Le mouvement a cependant été assez bref. Les taux nominaux sont maintenant revenus à leurs niveaux pré conflit. La dynamique interne a cependant changé puisque les taux réels se sont effondrés alors que les attentes d'inflation se sont envolées, les guerres étant généralement inflationnistes.

De ce fait, nous avons augmenté de 0,25% nos objectifs à 12 mois sur les rendements à long terme allemands et américains pour refléter un niveau d'inflation plus élevé pour plus longtemps. Les rendements obligataires devraient continuer à se tendre avec la normalisation des politiques monétaires. Nous sommes négatifs sur les obligations d'État américaines et allemandes à long terme.

Dans cette période troublée, les obligations d'État américaines à court terme peuvent être une alternative. Nous sommes passés positifs sur ce segment. A noter qu'il existe un risque de change pour les investisseurs qui ne sont pas basés en dollar.

TAUX À 10 ANS



Source: Refinitiv Datastream, 11-03-22

	Maturités (années)	10/03/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	1,72	1,50
	5	1,94	1,75
	10	2,01	2,25
	30	2,39	2,60
Allemagne	2	-0,40	0
	5	0,00	0,25
	10	0,27	0,50
	30	0,45	0,60
Royaume-Uni	2	1,35	1,50
	5	1,30	1,60
	10	1,52	1,75
	30	1,70	2,10

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION

Les obligations d'État ont joué leur rôle de valeur refuge dans le sillage du conflit militaire. Les taux d'intérêt se sont fortement détendus. Ils devraient se tendre à nouveau car l'inflation va rester plus élevée pour plus longtemps. Dans cette période troublée, les obligations d'État américaines à court terme peuvent être considérées comme une alternative.

Thème du mois

Idées d'investissement en cette période troublée

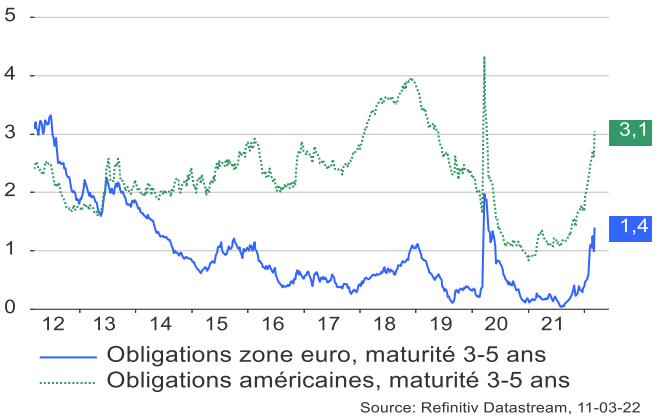
Nous sommes devenus positifs sur les **obligations d'État américaines à court terme**. Elles sont une valeur refuge contre les tensions géopolitiques en raison de leurs caractéristiques : sûres, liquides et court terme. Elles offrent un rendement de 1,7 %. Nous voyons un risque de taux d'intérêt limité étant donné que le marché anticipe un cycle de hausse des taux de la Fed agressif malgré le contexte géopolitique très incertain. Les investisseurs dont la devise de référence n'est pas le dollar sont exposés à un risque de change.

Nous aimons aussi les **obligations avec des coupons indexés**, avec par exemple des **coupons indexés sur l'inflation** dans les pays où le risque inflationniste est particulièrement marqué et où le marché du travail est tendu comme aux États-Unis et au Royaume-Uni. Ou des **obligations américaines à taux flottant** pour les investisseurs défensifs, étant donné que les prix sont généralement très stables et le coupon s'ajuste pour refléter les hausses de taux d'intérêt à court terme.

Du côté des **obligations d'entreprise**, la normalisation attendue des politiques monétaires avait entraîné un élargissement des spreads de crédit déjà en fin d'année dernière. Ce mouvement s'est depuis intensifié avec les tensions géopolitiques. Les rendements des obligations d'entreprises sont maintenant attractifs, même pour des maturités courtes (cf graphique). Il s'agit toutefois d'une vue plus tactique que stratégique car le cycle de crédit est déjà bien avancé.

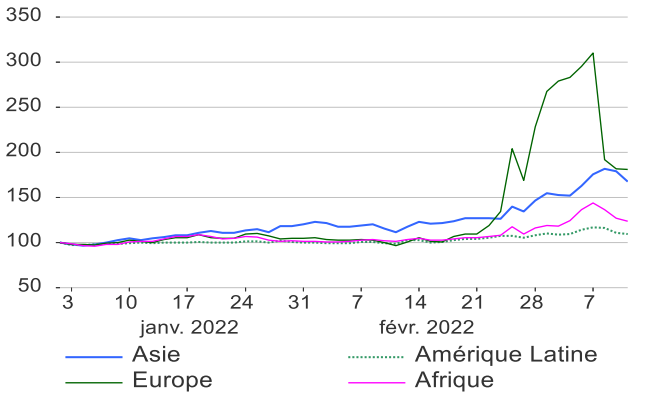
Pour les investisseurs aptes à supporter la volatilité, les **obligations émergentes** étaient déjà décotées avant le conflit militaire en Europe et le sont encore plus maintenant. Les obligations russes ont perdu près de 90% de leur valeur depuis le début de l'année et sont le plus gros contributeur de la mauvaise performance des indices émergents. On observe cependant une contagion limitée aux obligations des autres pays émergents (cf graphique). Les flux des fonds/ETFs ne montrent pas non plus de mouvements de panique. La plupart des pays émergents vont bénéficier du boom des prix des matières premières.

RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE INVESTMENT GRADE (%)



Source: Refinitiv Datastream, 11-03-22

CONTAGION LIMITÉE : SPREAD DES OBLIGATIONS ÉMERGENTES SOUVERAINES PAR RÉGION, REBASÉ À 100



Source: Refinitiv Datastream, 10-03-22

CONCLUSION

Dans cette période d'aversion au risque et de début de normalisation des politiques monétaires des grandes banques centrales des pays développés, nous pensons que les obligations d'État américaines à court terme, les obligations avec des coupons indexés, les obligations d'entreprises et les obligations émergentes présentent des opportunités.

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	+ -	• Nous sommes passés de Négatifs à Positifs sur les obligations d'État américaines à court terme. • Négatifs sur la dette à long terme.
Obligations d'entreprises Investment Grade	Eurozone États-Unis	=	• Nous préférons les obligations d'entreprises aux obligations souveraines. • Vue Neutre sur les obligations d'entreprises. Privilégier une duration inférieure à l'indice de référence pour les obligations EUR (5 ans) et US (8 ans). • Nous sommes passés de Positifs à 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 *fallen angels* et *rising stars.*
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	2,01	---	
Allemagne	0,27	---	
France	0,75	48	2
Italie	1,92	165	1
Espagne	1,28	101	10
Portugal	1,15	87	3
Grèce	2,54	226	0

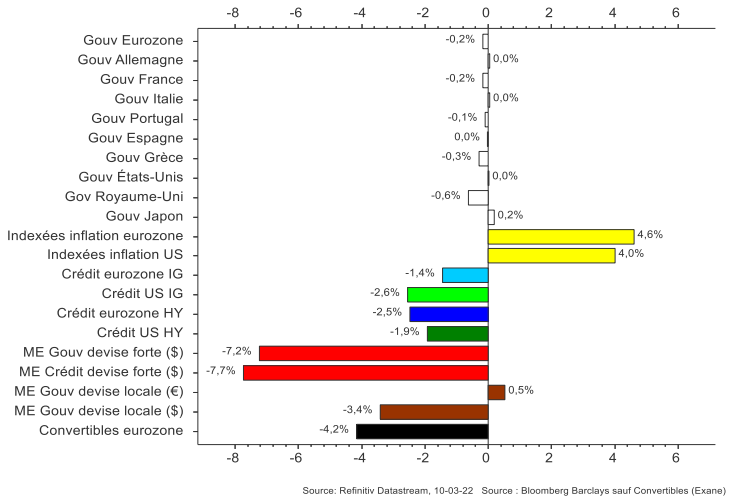
10/03/2022
Source: Refinitiv Datastream

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,91	48	8
Obligations d'entreprise IG EUR	1,46	152	35
Obligations d'entreprise IG USD	3,47	141	35
Obligations d'entreprise HY EUR	5,43	456	84
Obligations d'entreprise HY USD	6,13	389	54
Émergents - Obligations d'État en devise forte	6,17	408	77
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	6,28	433	107
Émergents - Obligations d'État en devise locale	3,98	204	14

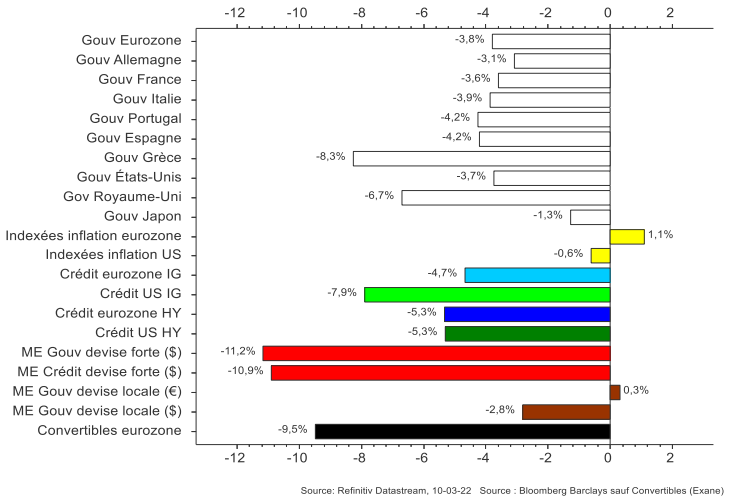
10/03/2022
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays

Performances

SUR UN MOIS



DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



ME = Marchés émergents

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
Senior Investment Advisor, Fixed Income

CONNECT WITH US

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