

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

1. **La BCE a décidé d'agir et va augmenter sensiblement ses achats obligataires.** Les taux longs des pays de la zone euro seront moins vulnérables aux mouvements des taux américains. Stabilité voire baisse des taux à long terme à venir en zone euro.
2. **RDV le 17 mars pour savoir enfin ce que pense la Fed des mouvements sur les taux et des attentes de marché quant à la première hausse de taux.** Notre sentiment est que la Fed va calmer ces attentes. Nous ne pensons pas qu'il y aura une hausse des taux directs l'année prochaine.
3. **La hausse des taux à long terme se poursuit par à-coups.** Déluge de nouvelles émissions de bons du Trésor en mars et suspens sur une question réglementaire (calcul de ratio de levier). Réponses le 31 mars au plus tard. Forte volatilité sur les taux en mars du fait de ces deux incertitudes.
4. **La hausse des taux crée une opportunité d'achat dans les obligations d'entreprises.**
5. **Les obligations émergentes souffrent de la remontée des taux, mais devraient retrouver un certain attrait lorsque les taux américains se seront stabilisés.**
6. **TINA (There Is No Alternative aux marchés actions) devient de moins en moins vrai.** Le rendement du bon du trésor à 10 ans est maintenant similaire à celui des dividendes du S&P500.

Edouard Desbonnets

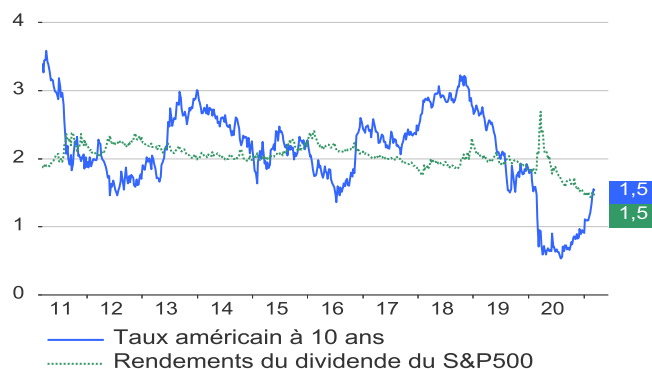
Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Sommaire

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

LE RENDEMENT DU BON DU TRÉSOR À 10 ANS EST MAINTENANT SIMILAIRE À CELUI DES DIVIDENDES DES DIVIDENDES DU S&P500



Source: Refinitiv Datastream, 12/03/2021



Banques centrales

Sous pression

Banque centrale européenne (BCE)

La réunion de politique monétaire de mars a permis aux membres de la BCE de trouver un consensus à la lumière des nouvelles projections économiques. Ainsi, ils vont joindre le geste à la parole et augmenter sensiblement les achats obligataires via le programme d'urgence (PEPP) pour faire pression sur les taux à long terme.

Cette décision conforte donc la crédibilité de l'institution, puisqu'elle avait déclaré s'inquiéter de la hausse des taux mais n'avait pourtant pas augmenté ses achats obligataires des deux dernières semaines.

La BCE cherche avant tout à conserver des conditions financières accommodantes plutôt qu'à fixer les taux à long terme à des niveaux plus faibles, comme ceux de décembre 2020.

L'inflation pourrait accélérer cette année mais de façon temporaire. Pas de changement de politique monétaire à attendre donc.

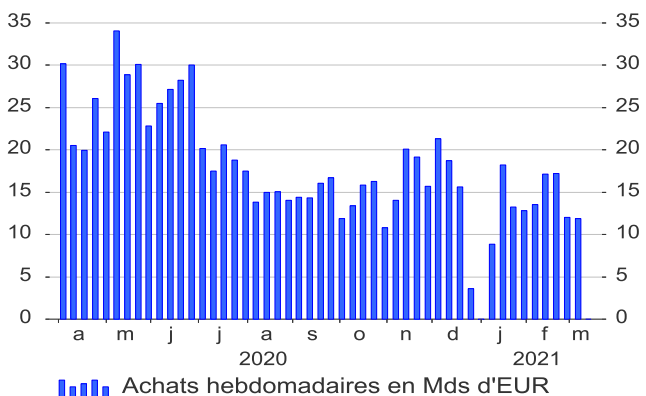
Réserve fédérale américaine (Fed)

La Fed est attendue au tournant le 17 mars pour sa réunion de politique monétaire. Le marché attend des réponses, voire des actions, suite à la remontée des taux à long terme et aux nouvelles attentes quant à la date de la première hausse des taux directeurs.

Alors qu'en décembre 2020 la première hausse de taux n'était attendue qu'en 2024, elle est dorénavant escomptée pour décembre 2022. Les projections de chaque membre de la Fed confirmeront-elles ce que pense le marché? Nous en doutons et **attendons une première hausse de taux en 2023**.

Pour l'instant, la Fed n'a pas cherché à freiner la hausse des taux à long terme, probablement parce que la détérioration des conditions financières n'a été que modeste (elles restent accommodantes) et qu'il n'y pas eu de dysfonctionnement / correction sur les marchés.

ACHATS OBLIGATAIRES AVEC LE PROGRAMME D'URGENCE PROGRAMME D'URGENCE (PEPP) MONÉTAIRES



CONDITIONS FINANCIÈRES FED DE CHICAGO



CONCLUSION

Les banques centrales vont rester accommodantes et veiller à ce que les conditions financières ne soient pas restrictives. La BCE se montre plus combative que la Réserve fédérale face à la remontée des taux à long terme car les perspectives de croissance sont encore faibles en zone euro, contrairement aux États-Unis où le rythme de vaccination est rapide (synonyme de réouverture de l'économie) et où la politique fiscale est extrêmement ambitieuse.



Rendements obligataires

Volatilité en mars

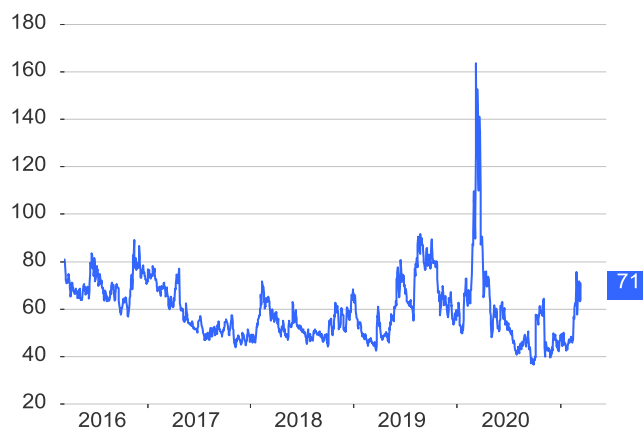
La remontée des taux à long terme a été un phénomène global. Plus que l'amplitude, c'est la vitesse du mouvement qui a surpris.

Deux gros risques pèsent sur les taux américains en mars. i/ un déluge de nouvelles émissions. Le mois dernier l'émission à 7 ans avait fait bondir les taux. Dernièrement, les émissions à 3, 10 et 30 ans se sont plutôt bien passées. ii/ un risque d'ordre réglementaire. La Fed pourrait décider de ne pas prolonger les mesures d'assouplissement quant au calcul du ratio de levier supplémentaire (SLR). Si c'est le cas, les grosses banques pourraient limiter leurs achats de bons du Trésor, provoquant ainsi une pression haussière sur les taux. Réponse le 31 mars au plus tard. Risque de volatilité sur les taux.

A l'inverse de la Fed, la BCE veut combattre la hausse des taux à long terme.

Nous sommes en cours de réévaluation de nos objectifs de taux à la lumière de certains critères, détaillés dans l'article « Haute tension sur les taux » du 5 mars.

**VOLATILITÉ SUR LES TAUX AMÉRICAINS
MOVE INDEX**



	Maturités (années)	11/03/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,14	0,25
	5	0,79	0,50*
	10	1,54	1,40*
	30	2,29	1,90*
Allemagne	2	-0,69	-0,50
	5	-0,63	-0,40
	10	-0,33	-0,25
	30	0,18	0,30
Royaume-Uni	2	0,10	0,25
	5	0,33	0,25*
	10	0,74	0,60*
	30	1,26	1,20*

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM
* En cours de révision

CONCLUSION

La hausse des taux à long terme a été rapide et globale. La volatilité reste forte, notamment sur les taux américains. Contrairement à la Réserve fédérale, la BCE va intervenir pour stopper le mouvement haussier sur les taux.



Thème du mois

Les obligations émergentes

Les actifs émergents sont généralement dépendants de l'appétit global pour le risque. Les obligations en devises fortes (USD et EUR) sous-performent en période de reflation quand les taux se tendent et la performance des obligations en devise locale est très sensible à l'évolution du taux de change.

Les pays émergents n'ont pas été épargnés par la remontée des taux à long terme aux États-Unis et accusent eux aussi des tensions sur leurs taux à 10 ans en devise locale.

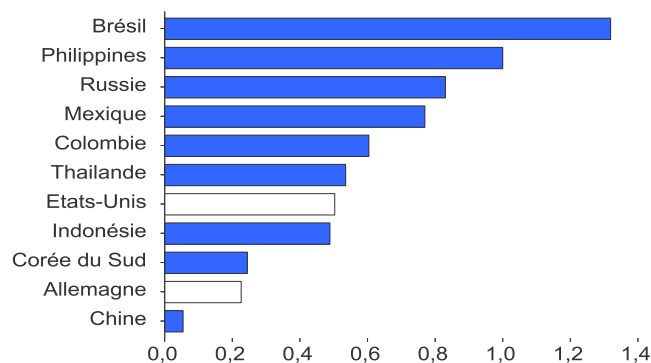
Une des exceptions est la Chine, où les taux à long terme sont restés relativement stables depuis le 1er janvier car le pays est entré plus tôt dans la crise de la Covid et en est sorti aussi plus tôt. Son taux à 10 ans a déjà connu la reflation et s'est déjà tendu d'environ 0,8% de mai à novembre 2020.

Alors que les taux se tendaient, les spreads (écarts de taux entre pays émergents et bon du Trésor américain) ont baissé depuis le 1er janvier, suggérant une baisse du risque de crédit et du risque de liquidité. La reprise économique devrait permettre aux spreads de rester bas et de limiter les taux de défauts.

Les conditions financières accommodantes, l'inflation sous contrôle, ainsi que la hausse des prix des matières premières devraient également bénéficier aux obligations émergentes.

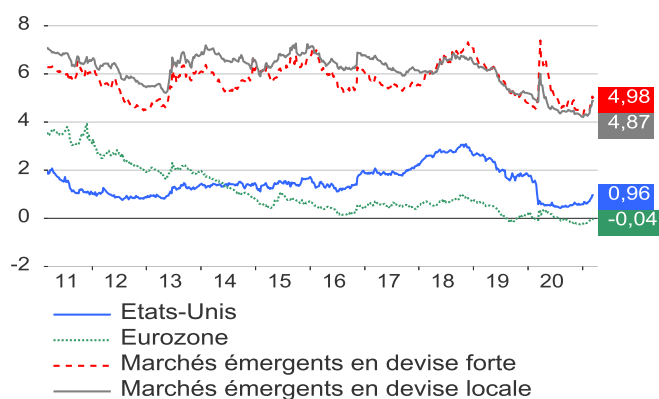
La remontée des taux sans risque n'a pas été suffisamment puissante pour réellement changer la donne quant à l'environnement de taux bas: il y a encore un quart des obligations dans le monde qui ont des taux négatifs à maturité et 55% des obligations mondiales offrent des taux inférieurs à 1%. Le phénomène de « recherche de rendement » ne va donc pas s'arrêter.

HAUSSE DES TAUX À 10 ANS DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER (EN %)



Source: Refinitiv Datastream, 12/03/2021

RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT



Source: Refinitiv Datastream, 15/03/2021

CONCLUSION

Les actifs émergents sont dépendants de l'appétit pour le risque global et sont vulnérables à la remontée des taux américains. Nous pensons que les obligations émergentes conservent un certain attrait en partant du principe que le potentiel de hausse supplémentaire des taux longs américains s'amenuise.



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	1,53	- - -	
Allemagne	-0,33	- - -	
France	-0,10	24	+1
Italie	0,61	94	+2
Espagne	0,31	64	+6
Portugal	0,19	52	-1
Grèce	0,78	112	-10

11/03/2021
Source: Refinitiv Datastream

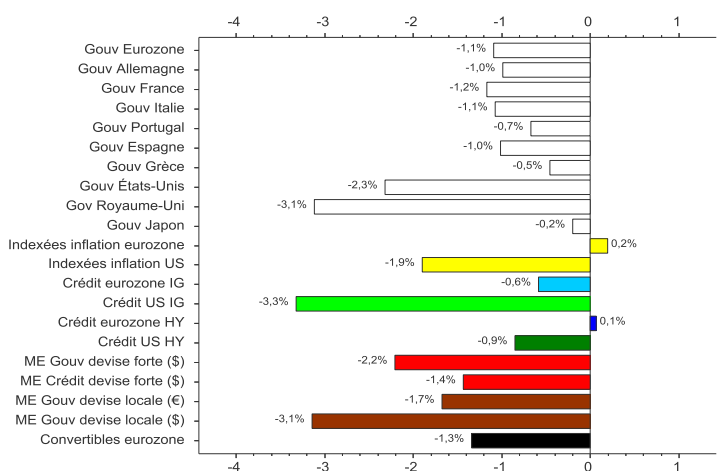
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,10	33	0
Obligations d'entreprise IG EUR	0,34	90	+2
Obligations d'entreprise IG USD	2,22	98	+6
Obligations d'entreprise HY EUR	3,01	307	+6
Obligations d'entreprise HY USD	4,32	326	0
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,86	326	+15
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	4,86	325	+14
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,82	404	+21

11/03/2021
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays and JPM indices



Performances

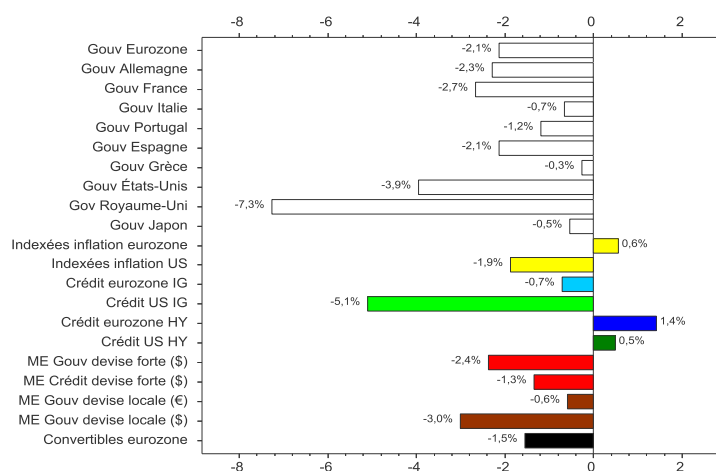
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 12/03/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 12/03/2021 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 Strategy, 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