

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



Résumé

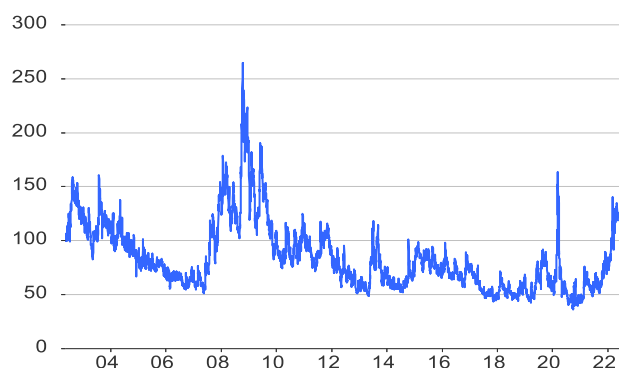
1. La Fed a commencé à normaliser sa politique monétaire. La BCE est sur le point de le faire. Les deux tiennent des discours agressifs de manière à ne pas laisser les anticipations d'inflation dérapier. In fine, elles pourraient se contenter de moins de hausses de taux que prévu par le marché.
2. Le mouvement haussier continue sur les taux, avec une forte volatilité. La dynamique a cependant changé puisque les anticipations d'inflation semblent avoir atteint un pic alors que les taux réels continuent de monter. Nos objectifs de taux à 10 ans sont à 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne. Nous sommes Neutres sur les obligations d'État à long terme. Nous restons positifs sur les obligations d'État américaines à court terme pour les investisseurs en dollar.
3. Vue sur le Crédit: L'environnement macroéconomique s'est détérioré mais les entreprises sont, en moyenne, en bonne santé financière. Il ne devrait donc pas y avoir de remontée significative des taux de défaut. Cependant, les spreads de crédit pourraient d'écarter encore un peu. Les valorisations sont devenues plus attractives, mais pas encore bon marché. Nous sommes Neutres sur les obligations d'entreprises, avec une préférence pour les obligations de qualité.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Vue sur le Crédit	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LA VOLATILITÉ SUR LE MARCHÉ DES TAUX AMÉRICAINS EST ÉLEVÉE

MOVE index



Source: Refinitiv Datastream, 12-05-22

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 ?

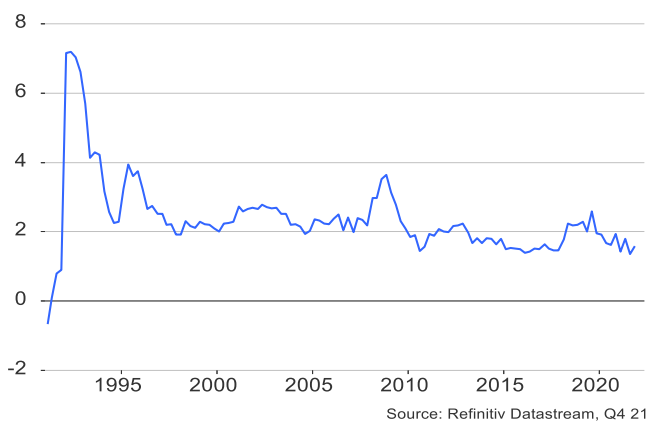
Banque centrale européenne (BCE)

Constat de la BCE : L'inflation est trop élevée et les risques sur la croissance sont élevés.

Décisions de la réunion d'avril : Le programme d'achats nets pourrait s'arrêter au Q3 et une hausse de taux pourrait survenir quelques temps après.

Notre vue : La BCE se montre ferme pour calmer les anticipations d'inflation à long terme. Le risque d'avoir une inflation élevée pour plus longtemps n'est pas négligeable du fait du conflit Russie-Ukraine. Plusieurs membres de la BCE plaident pour une hausse des taux dès juillet. Cependant, il n'y a pas de spirale prix-salaire en zone euro (cf graphique) mais un rattrapage des salaires est possible au Q3-Q4. Selon nous, la BCE terminera son programme d'achats d'actifs nets début Q3 puis procédera à deux hausses de taux cette année (septembre et décembre). Nous tablons sur 3 hausses de taux l'an prochain, ce qui mènerait le taux dépositaire à 0,75% et le taux principal de refinancement à 1% fin 2023. Le marché anticipe un taux dépositaire à 1,2% fin 2023, ce qui nous semble peu probable étant donné les risques qui pèsent déjà sur la croissance.

SALAIRES NÉGOCIÉS EN ZONE EURO,
VARIATION EN GLISSEMENT ANNUEL (%)



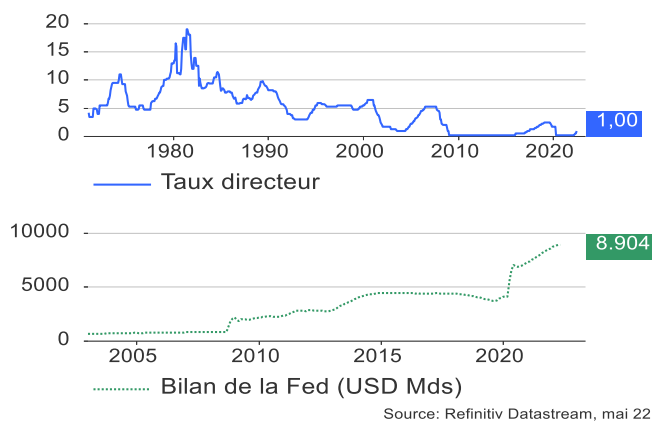
Réserve fédérale américaine (Fed)

Constat de la Fed : L'inflation est beaucoup trop élevée, l'économie est solide et au plein-emploi.

Décisions de la réunion de mai : La Fed va resserrer la politique monétaire avec 1) une série de hausses de taux (+50bps en mai actés) et 2) une réduction des liquidités car la Fed va réduire la taille de son bilan de manière non agressive (pas de ventes actives de bons du Trésor ou de MBS) à partir du 1 juin. Cf graphique.

Notre vue : L'objectif de la Fed est d'éviter une spirale prix-salaire et de calmer les anticipations d'inflation à long terme car elles sont trop élevées (2,8%). La Fed se montre donc ferme et promet davantage de hausses de taux. Cependant, l'inflation devrait commencer à ralentir dès le second semestre et la croissance économique devrait être moins ferme l'année prochaine. La Fed pourrait donc ne pas délivrer autant de hausses de taux que ce que le marché escompte (185bps en plus d'ici la fin de l'année et un taux Fed funds à 3,0% fin 2023). Nous tablons sur 150bps de hausses de taux supplémentaires, dont 50 en juin et juillet et un taux Fed funds à 2,75% fin 2023.

LA FED RESSERRE LA POLITIQUE MONÉTAIRE
VIA DEUX OUTILS



CONCLUSION

La Fed et la BCE veulent combattre l'inflation et calmer les anticipations d'inflation à long terme. Le marché anticipe une remontée agressive des taux directeurs, mais il est probable que les banques centrales puissent se contenter de moins de hausses de taux que prévu car l'inflation devrait décélérer à partir du second semestre et la croissance devrait ralentir l'an prochain.



Rendements obligataires

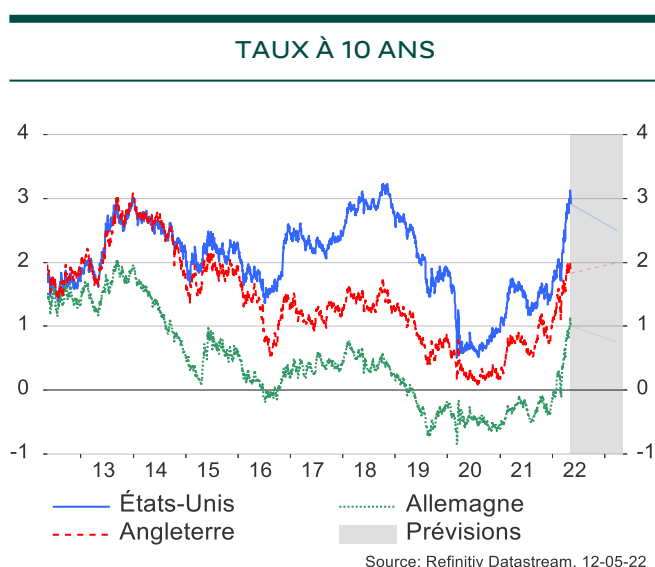
Des mouvements massifs

La volatilité sur les taux est élevée, proche des niveaux vus au début de la pandémie.

Les taux nominaux à 10 ans ont continué de se tendre aux États-Unis et en zone euro (voir graphique), sous l'impulsion des taux réels. Les anticipations d'inflation en revanche ont décliné, ce qui suggère que les banques centrales sont crédibles dans leur lutte contre l'inflation.

Nos objectifs de taux à 10 ans dans 12 mois sont à 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne. Nous pensons que les taux pourraient se tendre encore un peu car l'inflation va rester élevée et les conditions financières ne sont pas encore restrictives. Ceci dit, l'inflation devrait décélérer au second semestre grâce aux effets de base et la croissance pourrait montrer des signes de faiblesse. Des lors, les taux à long terme devrait baisser par rapport aux niveaux actuels à horizon 12 mois.

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)	11/04/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	2,63	2,25
	5	2,88	2,40
	10	2,92	2,50
	30	3,04	2,60
Allemagne	2	0,15	0,25
	5	0,67	0,50
	10	1,00	0,75
	30	1,16	0,85
Royaume-Uni	2	1,30	1,60
	5	1,45	1,75
	10	1,83	2,00
	30	2,07	2,40
Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM			

CONCLUSION

Le mouvement haussier continue sur les taux, avec une forte volatilité. La dynamique a cependant changé puisque les anticipations d'inflation semblent avoir atteint un pic alors que les taux réels continuent de monter suite au durcissement monétaire initié par les banques centrales. Nos objectifs de taux à 10 ans sont à 2,50% aux États-Unis et 0,75% en Allemagne.



Thème du mois

Vue sur le Crédit

Le cycle du crédit est à un stade avancé. La phase de reprise est derrière nous et nous entrons dans une phase d'expansion de fin de cycle. Celle-ci est généralement associée à des performances négatives et une plus grande volatilité.

Fondamentaux solides. En moyenne, les entreprises ont des bilans solides grâce à la croissance économique et les bons résultats dégagés l'an dernier (cf graphique), ainsi qu'un endettement plus faible. De plus, les entreprises se sont massivement refinancées à des taux extrêmement bas l'an dernier.

Données techniques en détérioration. L'offre obligataire devrait rester soutenue pour les émetteurs Investment Grade mais être plus faible de la part des émetteurs High Yield. La demande devrait baisser en lien avec les retraits des banques centrales (fin des achats nets de la BCE et début du *quantitative tightening* de la Fed).

Environnement macroéconomique en détérioration. Le risque géopolitique s'est accru.

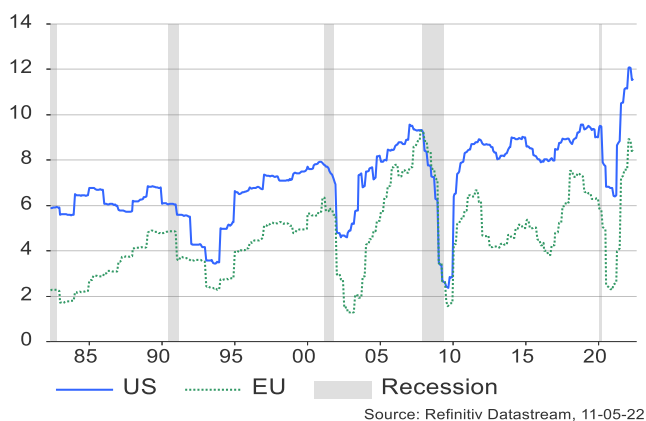
Les conditions financières sont moins favorables qu'avant. Le hausse des coûts de production devrait peser sur les marges à terme.

Les spreads de crédit pourraient s'écarter davantage en raison de la dynamique offre/demande et de l'environnement macroéconomique plus difficile, qui pourrait amener quelques défauts de paiement parmi les entreprises les plus fragiles. En revanche, la bonne santé financière des entreprises en moyenne devrait empêcher une vague significative de défaut et donc un écartement des spreads de crédit massif.

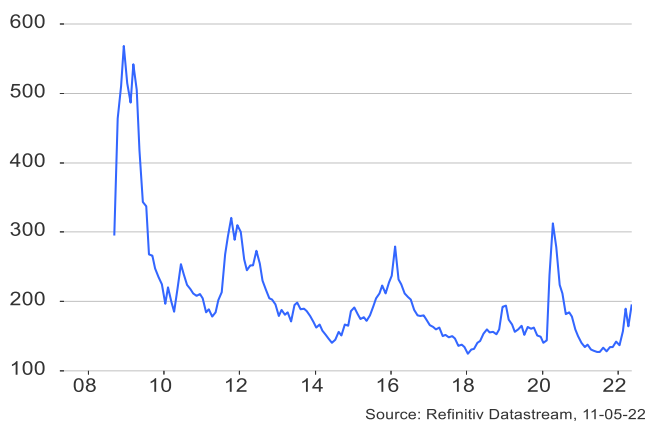
Les valorisations sont devenues plus attractives, mais pas encore bon marché (cf graphique), suite à la remontée des rendements obligataires et l'écartement des spreads de crédit.

Nous avons une **vue Neutre sur le crédit**. Nous sommes plutôt défensif dans cet environnement plus difficile et privilégions des obligations Investment Grade par rapport au High Yield.

MARGES BÉNÉFICIAIRES NETTES AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO (%)



LES VALORISATIONS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES GLOBALES REVIENNENT À LEUR MOYENNE HISTORIQUE



CONCLUSION

L'environnement macroéconomique s'est détérioré mais les entreprises sont, en moyenne, en bonne santé financière. Il ne devrait donc pas y avoir de remontée significative des taux de défaut. Cependant, les spreads de crédit pourraient d'écarter encore un peu. Les valorisations sont devenues plus attractives, mais pas encore bon marché. Nous sommes Neutres sur les obligations d'entreprises, avec une préférence pour les obligations de qualité.



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	=	• 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.
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

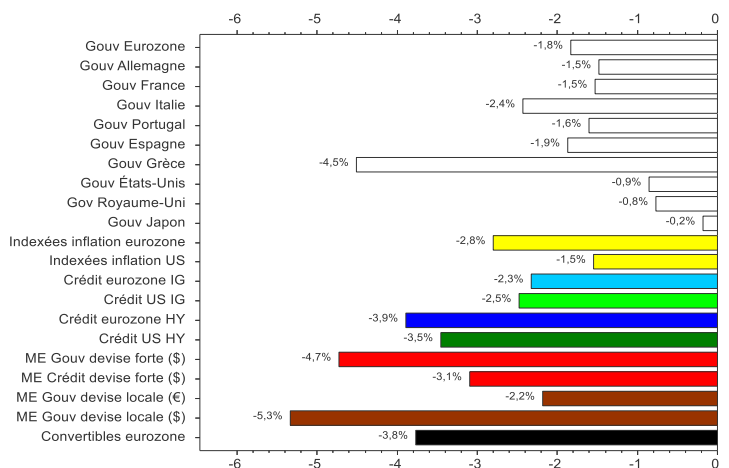
	Taux à 10 ans (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
États-Unis	2,92	---	
Allemagne	1,00	---	
France	1,55	54	4
Italie	2,91	191	27
Espagne	2,11	111	17
Portugal	2,11	111	21
Grèce	3,52	252	46
11/04/2022 Source: Refinitiv Datastream			

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	2,60	50	7
Obligations d'entreprise IG EUR	2,31	169	39
Obligations d'entreprise IG USD	4,34	139	20
Obligations d'entreprise HY EUR	6,78	496	111
Obligations d'entreprise HY USD	7,51	441	89
Émergents - Obligations d'État en devise forte	7,17	422	59
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	6,92	406	46
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,37	149	9
11/04/2022 Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays			



Performances

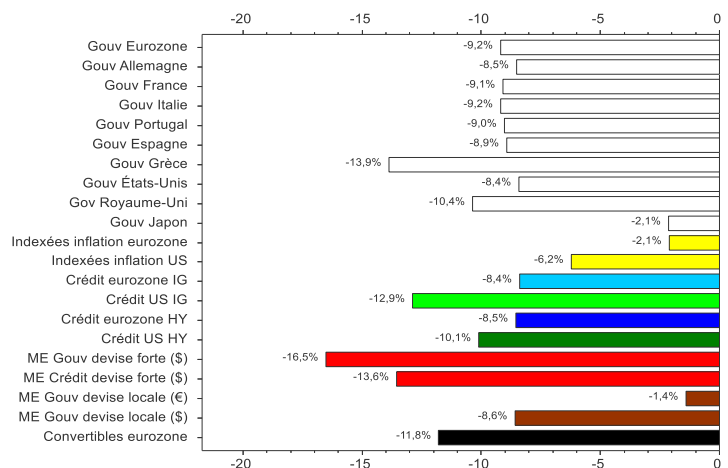
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 11-05-22 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 11-05-22 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

Senior Investment Advisor, Fixed Income



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

CONNECTEZ VOUS AVEC 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**