

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

1. Comme l'a dit la présidente de la BCE, le principal sujet de la réunion d'octobre était "l'inflation, l'inflation, l'inflation". La BCE devrait décider de la normalisation de la politique post-Covid en décembre. Compte tenu de l'évolution récente de l'inflation, nous avons avancé notre prévision d'une hausse du taux de dépôt au S2 2023. Le marché anticipe deux hausses du taux de dépôt en octobre 2022.
2. La Fed a commencé à normaliser sa politique en réduisant son programme d'achat d'obligations. Nous prévoyons une première hausse de taux au T4 2022, ainsi que 3 hausses de taux par an en 2023 et 2024. Le marché prévoit que la première hausse de taux aura lieu en septembre 2022.
3. Les taux d'intérêt à court terme ont augmenté plus rapidement que les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et en Allemagne, car les marchés ont réévalué la normalisation des politiques monétaires. Les taux d'intérêt à long terme devraient encore augmenter. Nos objectifs sont de 2% aux États-Unis et de 0% en Allemagne dans 12 mois. Vue négative sur les obligations d'Etat à long terme américaines et allemandes.
4. Même si l'inflation anticipée basée sur les prix de marché prédit mal l'inflation réalisée, elle ne peut pas être ignorée. Les attentes d'inflation sont toujours ancrées aux États-Unis et en zone euro.

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Sommaire

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

LA COURBE DES RENDEMENTS S'APLATIT: L'ÉCART ENTRE LES RENDEMENTS À 30 ANS ET À 2 ANS SE RÉDUIT. LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À COURT TERME ONT AUGMENTÉ EN RAISON DE LA RÉÉVALUATION DES POLITIQUES MONÉTAIRES



Source: Refinitiv Datastream, 05/11/2021



Banques centrales

La divergence

Banque centrale européenne (BCE)

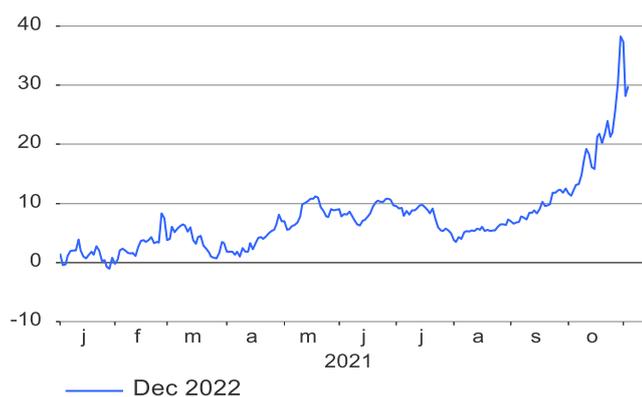
Comme l'a dit le président Lagarde, le principal sujet de la réunion d'octobre de la BCE était « l'inflation, l'inflation, l'inflation ». En effet, les anticipations d'inflation basées sur les prix marché ont augmenté rapidement et les enquêtes d'opinion indiquent également que les consommateurs sont préoccupés par l'inflation.

La BCE pense toujours que l'inflation est transitoire, avec une diminution de la pression inflationniste dans le courant de l'année 2022, mais a admis que la phase d'inflation plus élevée pourrait durer plus longtemps que prévu.

Le marché a fortement réévalué le rythme des hausses de taux de la BCE et escompte deux hausses du taux de dépôt en octobre 2022. Compte tenu de l'évolution récente de l'inflation, nous avons avancé notre prévision d'une hausse du taux de dépôt au 2^e semestre 2023.

La réunion de décembre sera importante et devrait officialiser la fin du programme d'assouplissement quantitatif d'urgence (PEPP).

LE MARCHÉ ESCOMPTE DEUX HAUSSES DU TAUX DE DÉPÔT DE LA BCE D'ICI FIN 2022 (POINTS DE BASE)



Réserve fédérale américaine (Fed)

Le marché a sensiblement réévalué le rythme du cycle de resserrement de la Fed. Alors qu'aucune hausse de taux n'est encore attendue cette année, le marché prévoit deux hausses de taux d'ici à la fin de 2022, la première étant prévue pour septembre 2022.

Cela ne correspond pas à nos prévisions selon lesquelles l'inflation atteindrait un pic et diminuerait en 2022. Nous maintenons donc notre hypothèse d'une première hausse des taux au quatrième trimestre 2022, suivie de 3 en 2023 et 3 autres en 2024.

La Fed a annoncé sa décision de réduction progressive des achats d'actifs (tapering) lors de sa réunion de novembre. Le tapering devrait durer de décembre à juin 2022, soit une réduction mensuelle de 15 milliards de dollars des achats d'actifs chaque mois (2/3 de bons du Trésor et 1/3 de titres adossés à des créances hypothécaires). Ils se laissent une option sur une éventuelle accélération du tapering en décembre. Selon nous, la Fed continuera à réinvestir les obligations arrivées à échéance au cours des prochaines années, de sorte que son bilan ne se réduira pas et que les conditions financières resteront accommodantes.

LE MARCHÉ ESCOMPTE DEUX HAUSSES DU TAUX DIRECTEUR DE LA FED D'ICI À LA FIN DE 2022 (POINTS DE BASE)



L'annonce de tapering de la Fed, pour les prochains mois, était largement attendue. Il en va de même pour la fin du programme d'urgence de la BCE (PEPP) en mars 2022. Le grand point d'interrogation est la date de la première hausse des taux. Selon nous, les attentes de marché sont exagérées. Nous pensons que la Fed relèvera ses taux au quatrième trimestre 2022 et que la BCE la suivra au deuxième semestre 2023.



Rendements obligataires

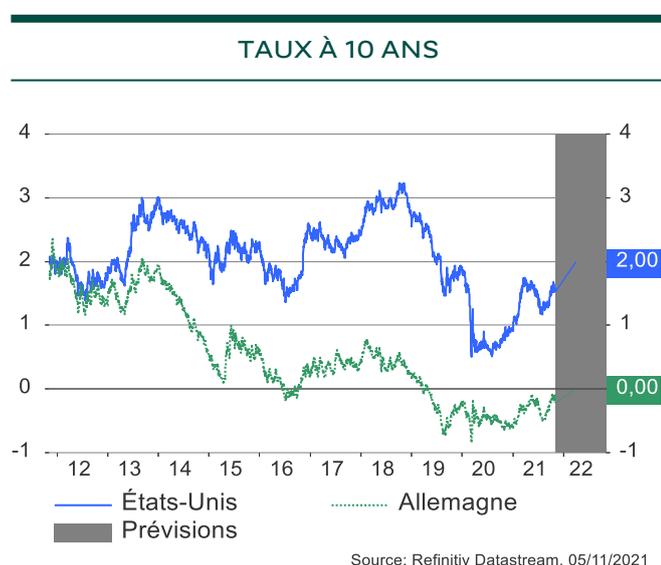
Hausse des taux à long terme

Les rendements obligataires à long terme ont augmenté légèrement en octobre aux États-Unis et en Allemagne. Cette hausse a été entièrement alimentée par les attentes d'inflation, puisque les rendements réels ont encore chuté. Le rendement allemand à 10 ans a atteint son plus bas niveau historique.

Les courbes de rendement des États-Unis et de l'Allemagne se sont aplaties, les rendements des obligations à court terme ayant augmenté plus rapidement que ceux des obligations à long terme. Les inquiétudes concernant l'inflation et la hausse des prévisions de relèvement des taux de la Fed et de la BCE se sont reflétées dans la partie courte des courbes de rendement.

Les rendements obligataires à long terme devraient continuer d'augmenter étant donné les inquiétudes concernant l'inflation et le fait que les banques centrales s'éloignent des mesures d'urgence Covid-19.

L'abondance de liquidités, la BCE, l'obligation pour les assureurs/fonds de pension d'acheter des actifs sûrs, la rareté des Bunds peuvent limiter la hausse des rendements obligataires.



	Maturités (années)	28/10/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,50	0,60
	5	1,19	1,25
	10	1,57	2
	30	1,96	2,60
Allemagne	2	-0,63	-0,50
	5	-0,45	-0,30
	10	-0,15	0
	30	0,16	0,50
Royaume-Uni	2	0,64	0,60
	5	0,76	0,80
	10	1,01	1,20
	30	1,11	1,50

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

Les rendements obligataires ont augmenté et devraient continuer à le faire. Nos objectifs à 12 mois pour les taux à 10 ans sont de 2 % aux États-Unis et de 0 % en Allemagne.

Thème du mois

Inflation, évidemment

L'inflation accélère, qu'elle soit réalisée ou anticipée, basée sur les prix de marché ou sur des enquêtes.

Dfférentes réactions : les banques centrales des pays émergents ont déjà augmenté leurs taux directeurs pour lutter contre l'inflation et éviter la dépréciation de leurs devises. Certaines banques centrales de pays développés ont changé d'avis, comme la Banque du Canada, qui a pris le marché par surprise en révisant sensiblement à la hausse ses projections d'inflation et en accélérant la normalisation de sa politique.

Mais l'inflation est très difficile à prévoir car cela implique d'estimer les prix de l'énergie -qui sont volatils par nature- et d'anticiper le comportement des consommateurs lorsque les prix changent.

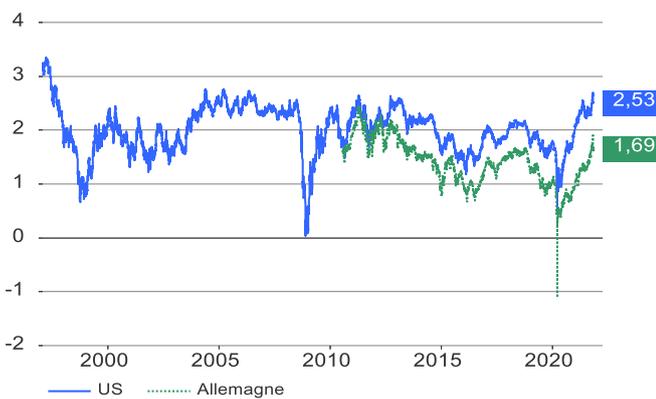
Les mesures d'inflation anticipée basées sur les prix de marché prédisent mal l'inflation réalisée : certes, les séries n'ont pas un historique long, mais elles montrent que les anticipations d'inflation basées sur les prix de marché sur et sous estiment l'inflation réalisée, parfois jusqu'à 1% dans la zone euro (voir graphique). Idem avec les données américaines.

La crainte : les marchés craignent que la BCE et la Fed changent soudainement d'avis sur l'inflation et accélèrent subitement la normalisation de leur politique monétaire. Cependant, rien n'est moins sûr étant donné que l'inflation anticipée en euro et aux États-Unis semble toujours ancrée, même si la relation s'est affaiblie ces derniers temps, c'est-à-dire que dernièrement les mesures des anticipations d'inflation à long terme basées sur le marché ont davantage réagi aux nouvelles à court terme.

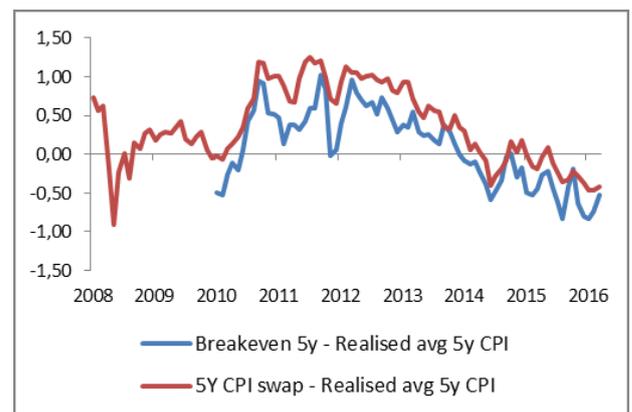
Notre scénario de base : l'inflation est en train d'atteindre un pic dans la zone euro et aux États-Unis, mais elle restera plus élevée que par le passé. Les anticipations d'inflation à dix ans aux États-Unis et en Europe sont élevés. Elles pourraient encore augmenter, mais pas de manière substantielle sans une spirale prix-salaire, ce qui n'est pas notre scénario de base.

Couvertures à long terme contre l'inflation : les matières premières, l'or, l'immobilier, les actions d'entreprises qui ont un pouvoir de fixation des prix, les obligations indexées sur l'inflation avec une couverture de la durée (ou une durée courte).

ANTICIPATION D'INFLATION À 10 ANS (%)



L'INFLATION ANTICIPÉE BASÉE SUR LES PRIX DE MARCHÉ PRÉDIT MAL L'INFLATION RÉELLE - ZONE EURO (%)



L'inflation augmente dans la plupart des pays, de même que l'inflation anticipée. Même si l'inflation anticipée basée sur les prix de marché prédit mal l'inflation réalisée, elle ne peut pas être ignorée car elle influence les comportements des agents économiques. Certaines banques centrales ont déjà relevé leurs taux directeurs en réaction, d'autres non, arguant que l'inflation est transitoire et que les attentes d'inflation sont toujours ancrées.

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"> Neutres sur les obligations d'État à court terme. Négatifs 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 similaire à l'indice de référence pour les obligations EUR (5 ans) et inférieure à l'indice de référence pour les obligations US (moins de 9 ans). Positifs 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	1,57	---	
Allemagne	-0,15	---	
France	0,20	35	-1
Italie	0,98	114	+7
Espagne	0,51	66	0
Portugal	0,41	56	-1
Grèce	1,06	121	+17

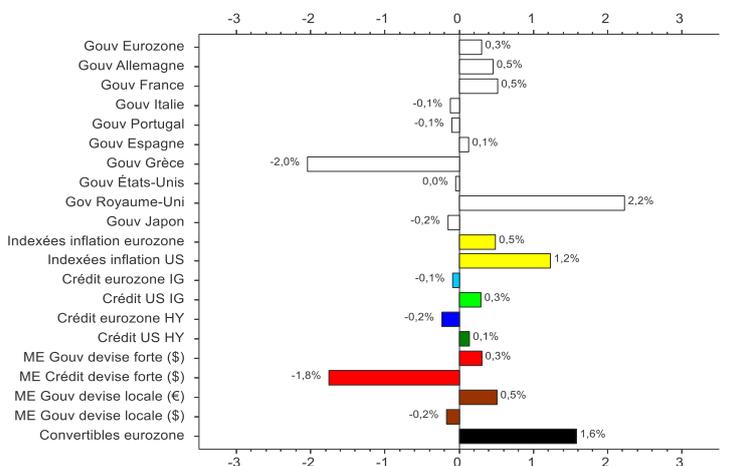
28/10/2021
Source: Refinitiv Datastream

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	1,27	33	0
Obligations d'entreprise IG EUR	0,45	87	+3
Obligations d'entreprise IG USD	2,22	85	+1
Obligations d'entreprise HY EUR	3,31	306	+11
Obligations d'entreprise HY USD	4,23	286	-3
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,61	315	-8
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	4,98	389	+9
Émergents - Obligations d'État en devise locale	3,95	276	+6

28/10/2021
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays

Performances

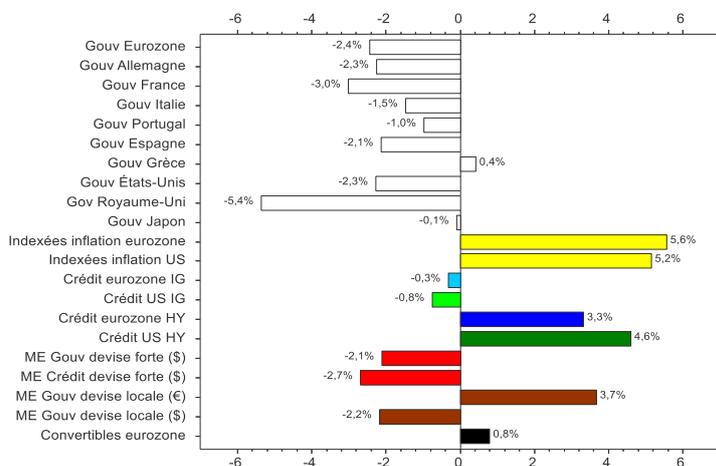
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 04/11/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 01/01/2021



Source: Refinitiv Datastream, 04/11/2021 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 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.

