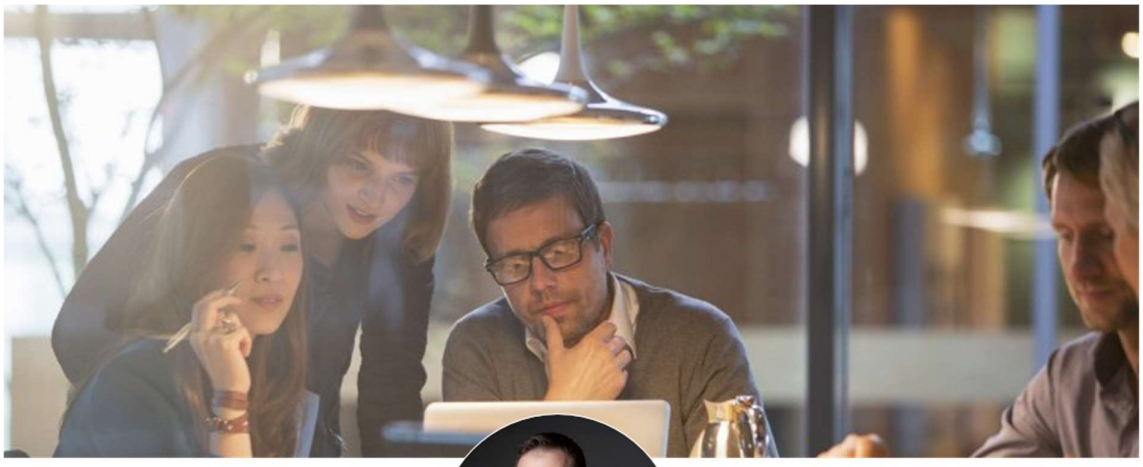
FOCUS FIXED INCOME

Septembre 2020



Edouard Desbonnets
Investment Advisor, Fixed Income

EN UN MOT : La moyenne peut-elle changer la donne ?

La Fed redéfini son objectif d'inflation. La conséquence directe est qu'elle ne remontera pas ses taux directeurs avant bien longtemps et que cela sera bénéfique pour les actifs risqués. La conséquence indirecte est qu'elle met la pression sur la BCE qui doit faire face à un cours de change élevé et une inflation beaucoup trop basse .

Les rendements obligataires à court terme devraient rester inchangés pendant longtemps. Ceux à long terme devraient se tendre légèrement du fait de la grande quantité d'émissions obligataires à venir.

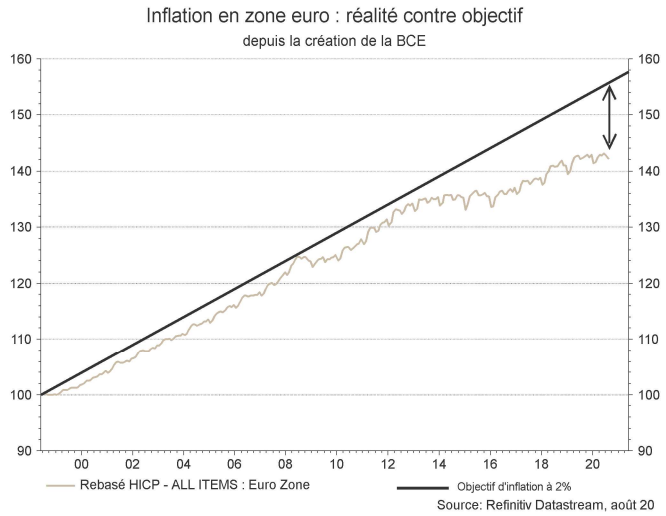
Les spreads de crédit se sont fortement contractés et ont presque retrouvé leurs niveaux pré-Covid sur les grandes classes d'actifs, malgré la détérioration des profils financiers des entreprises.

La remontée des points morts d'inflation cache plus une volonté d'acheter une protection à bas coût et un manque de liquidité de la classe d'actifs qu'une vraie crainte de retour de l'inflation.

Nous maintenons une vue positive sur les obligations souveraines des pays périphériques de la zone euro ainsi que sur les obligations d'entreprises Investment Grade. Nous sommes également positifs sur les obligations souveraines américaines à court terme et les obligations émergentes en devise locale.

Graphique du mois : l'inflation en berne (encore) en zone euro

La BCE rate depuis des années son objectif d'inflation « proche mais sous 2% ». Le retard est conséquent, ce qui l'a poussé l'an dernier à dire qu'elle tolèrera une inflation un peu supérieure à 2% à l'avenir (« symétrie » dans le jargon). C'est finalement un modèle semblable au nouveau modèle de la Fed (moyenne d'inflation sur une certaine période) mais en moins poussé.



Banques centrales : en mouvement

- **Réserve fédérale américaine : tout est dans la moyenne**
  - La Fed a redéfini ses objectifs : viser une inflation moyenne de 2% sur une certaine période de temps (contre 2% par an précédemment) et contribuer au plein emploi pour toutes les catégories de la population. Concrètement, cela veut dire qu'elle ne remontera pas ses taux directeurs dès qu'elle constatera que l'inflation dépasse 2%. Les taux vont donc rester au plancher pendant plusieurs trimestres voire années.

  - La Fed ne songe pas pour le moment à passer à une politique de contrôle de la courbe des taux. Elle redoute que cela fasse trop gonfler son bilan. Effectivement, la Fed se retrouverait alors à acheter des obligations dans des proportions potentiellement importantes pour ancrer son/ses taux d'intérêt cible(s) à un niveau donné. Pour le moment, elle tempère les mouvements de taux d'intérêt à la hausse grâce à son programme d'achat d'actifs.

  - La Fed pourrait clarifier son nouveau régime lors de la réunion de Septembre, et indiquer clairement qu'elle se fiera à l'avenir aux données d'inflation historiques plutôt qu'aux données projetées.

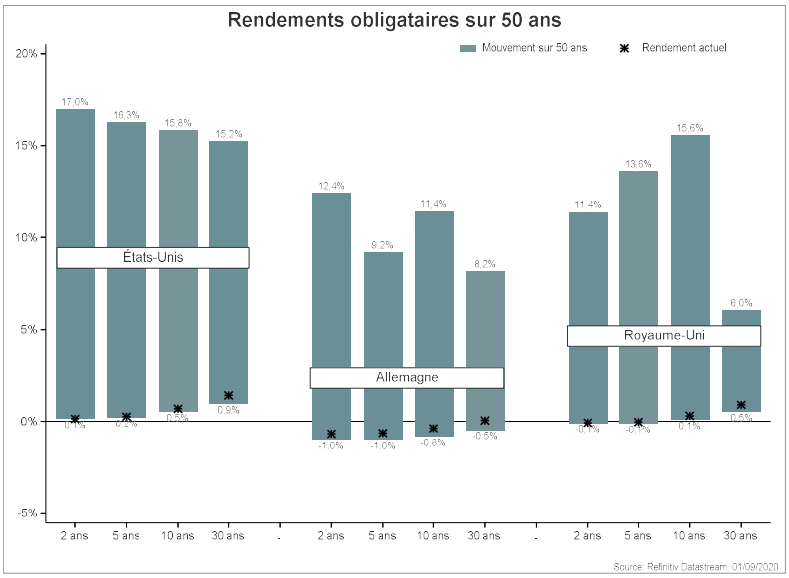
- **Banque centrale européenne : attendue au tournant**
  - La déflation a frappé 12 des 19 pays de la zone euro en août (-0,2% pour la zone euro). A cela s'ajoute la hausse de l'euro, qui vient peser sur les anticipations d'inflation. La BCE devra traiter ses questions et rassurer les marchés quant à sa capacité à atteindre son objectif d'inflation annuel « proche mais sous 2% ».

- La BCE devrait donc maintenir une politique très accommodante et amplifier son programme d'achat d'actifs avant la fin de l'année. Nous ne pensons pas qu'elle baisse son taux directeur, déjà négatif, car cela pourrait s'avérer contre-productif vu les impacts sur le système bancaire et l'épargne des ménages notamment.

Objectifs sur les rendements obligataires

- La légère remontée des rendements obligataires à long terme devrait continuer selon nous. L'amélioration attendue de l'économie, un traitement voire un vaccin pour la Covid et la masse d'émissions souveraines à venir (avec des maturités longues) plaide pour des taux à long terme un peu plus haut. Les banques centrales vont veiller à tempérer la hausse. Les dernières émissions à long terme du Trésor américain n'ont pas trouvé preneur facilement, les investisseurs réclamaient des taux plus haut.

- Les taux à court terme devraient rester aux niveaux actuels pendant longtemps car ni la Fed ni la BCE ne vont remonter leurs taux dans les prochains trimestres/années.



Rendements obligataires	Maturité (années)	31/08/2020	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,13	0,25
	5	0,26	0,50
	10	0,69	1,25
	30	1,45	1,75
Allemagne	2	-0,66	-0,50
	5	-0 ,63	-0,25
	10	-0,40	0
	30	0,06	0,25
Royaume-Uni	2	-0,05	0,25
	5	-0,01	0,25
	10	0,31	0,50
	30	0,89	1,00

Sources : Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

Les obligations indexées sur l'inflation

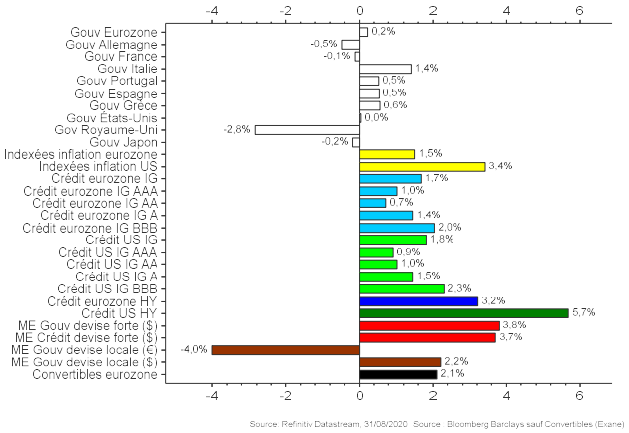
- Les obligations indexées à l'inflation surperforment les obligations classiques depuis le début de l'année aux États-Unis (+9,6% contre +8,7% au 31/08). Ce n'est pas le cas en zone euro (-0,1% contre +2,2%).
- Les points morts d'inflation à 10 ans (différence entre le rendement d'une obligation classique et le rendement d'une obligation indexée sur l'inflation) sont remontés fortement d'un niveau extrêmement bas en mars (0,50% aux États-Unis et -1,07% en Allemagne) à 1,76% et 0,81% respectivement. Ceci reflète le sentiment des investisseurs que l'inflation va remonter, ce qui fait sens vu les milliards déversés par les banques centrales depuis mars, Fed en tête. Aussi, les investisseurs ont acheté des obligations indexées sur l'inflation comme couverture peu chère contre ce risque.
- La hausse des prix des obligations américaines indexées à l'inflation (TIPS) est aussi la résultante du manque de liquidité de cette classe d'actifs, donc les mouvements de hausse sont amplifiés. Certains modèles suggèrent que si on enlève la prime de liquidité, on ne verrait pas de tension inflationniste intégrée dans les prix des points morts d'inflation.
- L'inflation a surpris à la hausse en juillet aux États-Unis et dans la zone euro. Cette évolution ne doit pas être exagérément extrapolée selon nous. Des facteurs fondamentaux, comme le niveau du taux de chômage, indiquent des pressions à la baisse sur les prix et, à ce titre, nous ne considérons pas la hausse de l'inflation en juillet comme le début d'une tendance. L'inflation en août était d'ailleurs en baisse .
- Le point mort d'inflation pourrait encore augmenter un peu aux États-Unis pour se rapprocher de 2% et mieux refléter le nouveau régime de la Fed.
- Si les rendements réels venaient à se tendre dans le sillage des émissions obligataires à venir, cela impacterait négativement les prix des obligations indexées sur l'inflation.
- Nous préférons rester neutres sur cette classe d'actifs. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent faire partie d'un portefeuille diversifié mais les investisseurs qui souhaitent se protéger contre l'inflation (aux États-Unis surtout) devraient préférer les obligations à taux variable ou les fonds qui gèrent activement la duration.

Nos vues

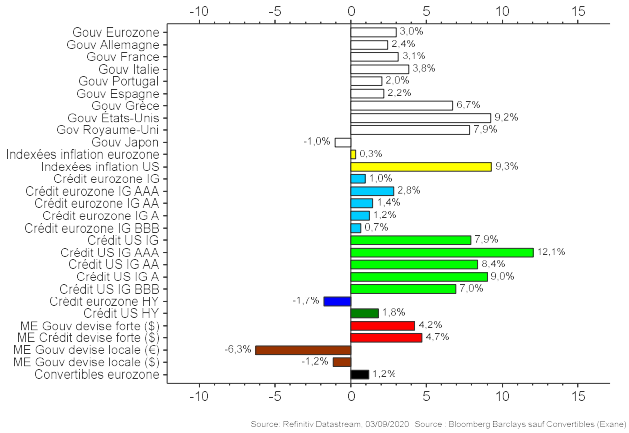
SOUVERAINS	-/= +	• Nous sommes positifs sur la dette souveraine américaine à court terme pour les investisseurs basés en dollar car les rendements à court terme ont un potentiel de hausse limité. • Nous sommes négatifs sur la dette souveraine américaine à long terme et sur les obligations souveraines allemandes, quelle que soit leur maturité. • Nous restons positifs sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce) avec une stratégie d'achat sur repli.
INVESTMENT GRADE	+	• 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 8 ans respectivement). • Nous sommes positifs sur les obligations convertibles de la zone euro.
HIGH YIELD	=	• Neutres sur le HY en zone euro et aux États-Unis.
ÉMERGENTS	= +	• Neutres sur les obligations émergentes en devise forte (souverain et entreprise). • Positifs sur les obligations d'État en devise locale.

Performance du marché obligataire

Sur juillet-août



Depuis le 31 décembre 2019



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

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.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.
© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés