

FOCUS FIXED INCOME

Décembre 2020



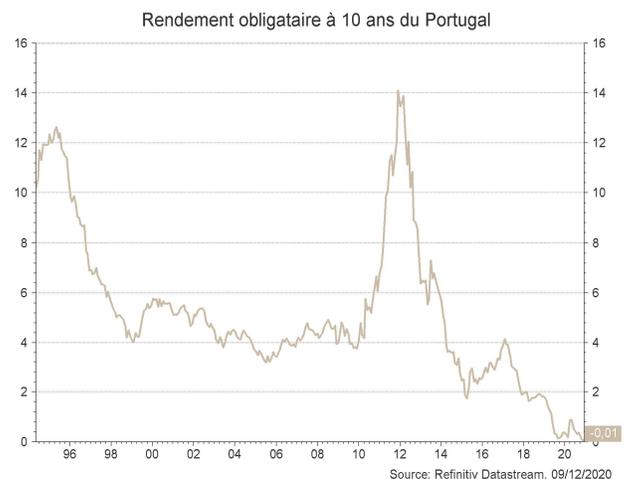
Edouard Desbonnets
Investment Advisor, Fixed Income

Fallen angels et obligations émergentes

Des taux encore plus bas dans les pays périphériques de la zone euro. Des opportunités existent : nous passons positifs sur les obligations *fallen angels* et sur la dette émergente en devise forte.

Graphique du mois : Le Portugal à l'honneur

Ce mois-ci, le Portugal, l'Espagne, l'Italie et la Grèce ont tous vu leur rendement obligataire à 10 ans toucher un plus bas historique. Celui de l'Espagne est à peine au-dessus de zéro. Celui du Portugal est passé négatif ! Les efforts de la Banque centrale européenne et les perspectives du plan de relance européen rassurent les investisseurs.



Banques centrales :

- **Réserve fédérale américaine :**

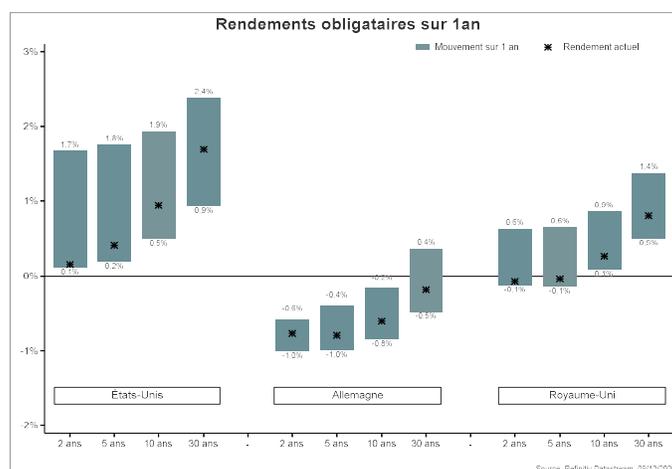
- La Fed ne veut pas durcir les conditions de financement. Elle devrait donc rester très accommodante.
- Même si le débat a déjà été lancé, le *tapering* (ralentissement des achats obligataires) n'est pas à l'ordre du jour. Le sujet prendra plus d'importance l'an prochain. La Fed, forte de sa mauvaise expérience de 2013 (*taper tantrum* – les taux s'étaient tendus fortement et rapidement), veillera à soigner sa communication aux marchés.
- La Fed devrait continuer ses achats obligataires au même rythme et allonger la maturité de ses achats (*operation twist*) puisque le Trésor américain va émettre des obligations plus longues en 2021. Elle pourrait également réduire ses achats de Mortgage Backed Securities (prêts adossés à des créances hypothécaires) car elle détient près d'un tiers du marché et augmenter ses achats de bons du trésor en contrepartie.
- Les taux directeurs devraient rester bas, dans la fourchette actuelle de 0-0,25% pendant plusieurs trimestres.

- **Banque centrale européenne :**

- La BCE a augmenté son soutien à l'économie lors de sa réunion de décembre, mais a fait le service minimum.
- Elle a augmenté le PEPP (programme d'achat d'obligations pour soutenir les pays les plus touchés par la pandémie) de 500 milliards d'euros et l'a prolongé jusqu'à mars 2022, soit un peu plus qu'attendu. L'objectif de la BCE est donc de maintenir les rendements obligataires bas pendant longtemps.
- Elle a également ajouté 3 TLTROs qui permettront aux banques d'emprunter à des taux allant jusqu'à -1% jusqu'en juin 2022, sous conditions de prêts à l'économie réelle (entreprises, ménages).
- Les nouvelles projections de la BCE indiquent une inflation sous-jacente (excluant les prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires) à 1,2% en 2023, ce qui est loin de son objection de 2%. On peut donc s'attendre à plus de stimulus en 2021.
- Nous n'envisageons pas de baisse des taux directeurs.

Objectifs sur les rendements obligataires

- Nous avons revu à la baisse notre objectif à 12 mois pour le rendement allemand à 10 ans (bund), de 0 % à -0,25 %. La BCE est déterminée à maintenir les rendements à des niveaux bas grâce à ses achats obligataires (*Quantitative Easing, QE*). Ainsi, la BCE a la capacité d'acheter plus que le volume total de dette qui sera émis par les pays de la zone euro l'an prochain, ce qui implique une pression persistante à la baisse sur les taux à long terme. De plus, la BCE paraît vouloir maintenir le rendement moyen à 10 ans des pays de la zone euro (pondéré par leur PIB) sous 0%. Cela signifie que le rendement du bund allemand restera négatif, même si les écarts de taux des autres pays vis-à-vis de l'Allemagne se resserrent fortement.
- À l'inverse, nous avons révisé à la hausse notre objectif de rendement obligataire à 10 ans pour les bons du Trésor américain, de 1,25% à 1,40%, en raison d'un rebond économique plus important que prévu qui fera monter les attentes d'inflation et la prime de terme. Cependant, la Fed ne tolérera probablement pas des rendements trop élevés (1,50% semble être une barrière symbolique).
- Les rendements obligataires à court terme devraient rester proches des niveaux actuels aux États-Unis et dans la zone euro. Les banques centrales n'envisagent pas de monter leurs taux directeurs et le marché ne l'anticipe pas non plus.



Rendements obligataires	Maturité (années)	09/12/2020	Nouveaux objectifs à 12 mois	Anciens objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,15	0,25	0,25
	5	0,41	0,50	0,50
	10	0,94	1,40	1,25
	30	1,69	1,90	1,75
Allemagne	2	-0,77	-0,50	-0,50
	5	-0,79	-0,40	-0,25
	10	-0,61	-0,25	0
	30	-0,18	0,30	0,25
Royaume-Uni	2	-0,07	0,25	0,25
	5	-0,04	0,25	0,25
	10	0,26	0,60	0,50
	30	0,81	1,20	1,00

Sources : Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

Vue positive sur le segment des obligations fallen angels

- Ce sont des obligations notées Investment Grade qui sont rétrogradées dans la catégorie de la dette à haut rendement (High Yield).
- Généralement, les écarts de rendement avec le taux de référence (spread) s'écartent fortement lorsque des soupçons de rétrogradation s'intensifient car certains gérants se débarrassent précipitamment de ces obligations. Une fois rétrogradée par les agences de notation, l'obligation entre alors dans la catégorie High Yield avec un spread supérieur aux obligations notées BBs (meilleure catégorie du High Yield). Ce n'est, en moyenne, qu'un à deux mois après que les spreads se normalisent. Il s'agit donc là d'opportunités. Le spread moyen des fallen angels de la zone euro est de 280 points de base (pb) contre 256pb pour les obligations notées BB. Aux États-Unis, le spread moyen est 322pb contre 276pb pour les BBs.
- Le rendement moyen de ce segment est de 2,3% en zone euro et 3,9% aux États-Unis, ce qui est supérieur au rendement moyen des obligations les mieux notées de la catégorie High yield (2,2% et 3,3% respectivement).
- Les obligations High Yield les mieux notées sont recherchées par les investisseurs dits « *Investment Grade tourists* ». Ce sont des gérants de portefeuilles Investment Grade qui s'aventurent sur le marché du High Yield afin d'augmenter le rendement moyen de leurs portefeuilles. Ces gérants sont de plus en plus nombreux depuis que les taux restent à des niveaux extrêmement bas en zone euro.
- A l'inverse de la BCE, la Fed soutient directement les obligations fallen angels via son programme d'achat d'actifs d'urgence, sur les marchés primaire et secondaire. Ce programme va s'arrêter à la fin de l'année suite à une décision unilatérale du Trésor américain, mais nul doute qu'il sera rétabli en cas de nouvelles tensions sur les marchés de la dette.

Passage de neutre à positif sur les obligations émergentes en devise forte

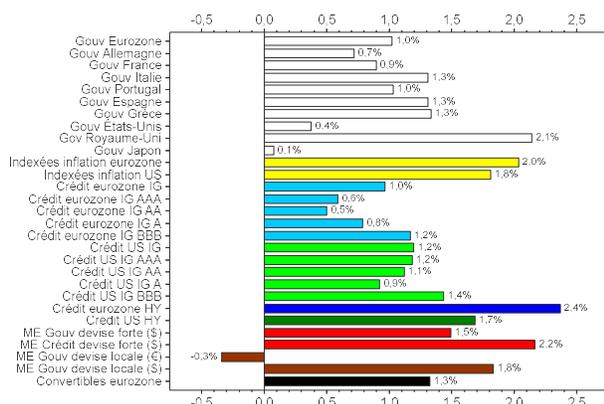
- Les indicateurs avancés montrent que la croissance revient, notamment en Chine.
- Une quinzaine de pays d'Asie Pacifique ont signé un accord commercial en novembre. Il crée la plus grande zone de libre échange du monde. Les entreprises émergentes vont en bénéficier vu que leurs profits sont très liés au commerce mondial.
- L'environnement politique est aussi en mutation. La victoire de Biden aux élections américaines signale, non pas la fin des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, mais une amélioration. La prime de risque globale qui pèse sur les actifs émergents va donc se réduire.
- Les taux bas aux États-Unis et la faiblesse attendue du dollar sont deux éléments porteurs pour les obligations émergentes en devise forte. Tous deux sont synonymes de flux de capitaux vers les pays émergents.
- Les valorisations sont assez chères en terme absolu. Les spreads sont déjà presque revenus à leur niveaux d'avant crise de la Covid. Ils sont en revanche relativement peu chers et moins volatils que les obligations High Yield américaines.
- Le rendement moyen est élevé, de l'ordre de 4,5%, dans un monde où les taux d'intérêt sont à zéro ou presque.

Nos vues

SOVERAINS	-/=	<ul style="list-style-type: none"> 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.
	+	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons positifs sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce) avec une stratégie d'achat sur repli.
INVESTMENT GRADE	+	<ul style="list-style-type: none"> Nous préférons les obligations d'entreprise aux obligations souveraines. Nous privilégions les obligations EUR et US dont la durée 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	=	<ul style="list-style-type: none"> Neutres sur le HY en zone euro et aux États-Unis. Positifs sur les fallen angels.
ÉMERGENTS	+	<ul style="list-style-type: none"> Nous passons de neutres à positifs sur les obligations émergentes en devise forte (souverains et entreprises). Positifs sur les obligations d'État en devise locale.

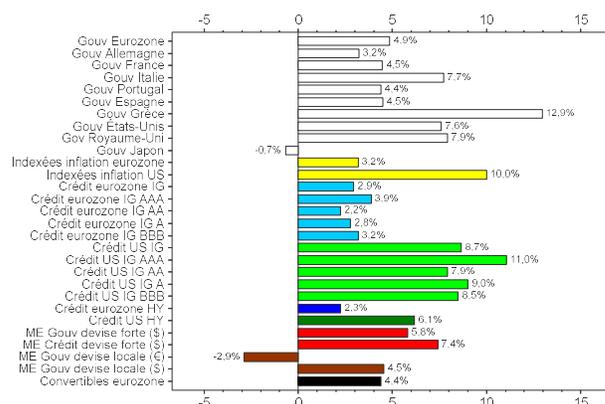
Performance du marché obligataire

Sur les 30 derniers jours



Source: Refinitiv Datastream: 09/12/2020. Source: Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Epane)

Depuis le 31 décembre 2019



Source: Refinitiv Datastream: 09/12/2020. Source: Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Epane)





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 TANSSENS

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