

Fixed Income Focus

Résumé

1. **Les banques centrales (BCE, Fed) devraient rester très accommodantes en 2021**, continuer leurs programmes d'achat d'actifs et ne pas hausser leurs taux directeurs. Profiter de potentiels replis pour renforcer les obligations souveraines des pays périphériques à la zone euro.
2. **Les taux à court terme devraient rester bas**, faute d'impulsion des banques centrales. Les obligations à court terme du Trésor américain sont des alternatives au cash pour les investisseurs en dollar.
3. **Les taux à longs terme devraient se tendre légèrement, mais rester historiquement bas**. Objectifs à 12 mois : -0,25% pour le rendement allemand à 10 ans et 1,40% pour son équivalent américain. Préférer les obligations d'entreprise aux obligations d'État.
4. **La chasse aux rendements va continuer**. Près de 70% des obligations dans le monde offrent des rendements inférieurs à 1%. Privilégier les obligations d'entreprise, les obligations des pays émergents et les obligations des pays périphériques.
5. **L'incertitude politique en Italie pourrait faire remonter les primes de risque**. En profiter pour renforcer les positions car la BCE devrait rester en soutien.

Edouard Desbonnets

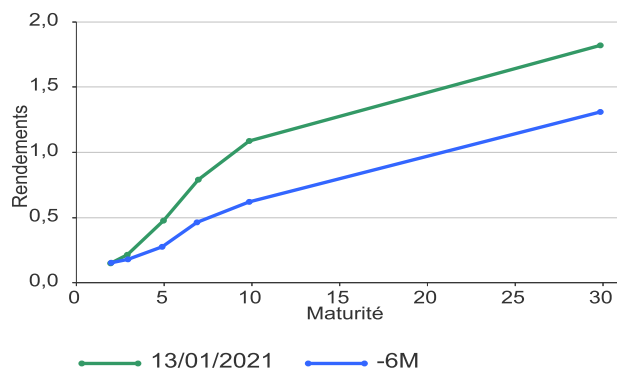
Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : La petite vague bleue tardive	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

LA COURBE DES TAUX S'EST PENTIFIÉE AUX ÉTATS-UNIS SUITE À LA REMONTÉE DES TAUX À LONG TERME



Source: Refinitiv Datastream, 13/01/2021



Banques centrales

Accommodantes, et pour longtemps

Banque centrale européenne (BCE)

La BCE a augmenté son soutien à l'économie lors de sa réunion de décembre, mais s'est contentée du service minimum.

Le programme d'achat d'actifs temporaire créé suite à la pandémie (PEPP) a été augmenté de 500 Mds d'euros et a été prolongé jusqu'en mars 2022. Pour ce qui est du financement bancaire, la BCE a reconduit ses mesures de soutien avec des nouveaux prêts bonifiés à condition qu'ils financent l'économie réelle (entreprises, ménages).

La BCE a revu à la baisse ses projections d'inflation : 1,2% en 2023 pour l'inflation sous-jacente (excluant les prix volatils de l'énergie et des denrées alimentaires), alors que son objectif est « proche mais sous 2% ».

Sans remontée de l'inflation, on peut donc s'attendre à ce que la BCE continue sa **politique très laxiste en 2021** et exclure toute hausse des taux directeurs.

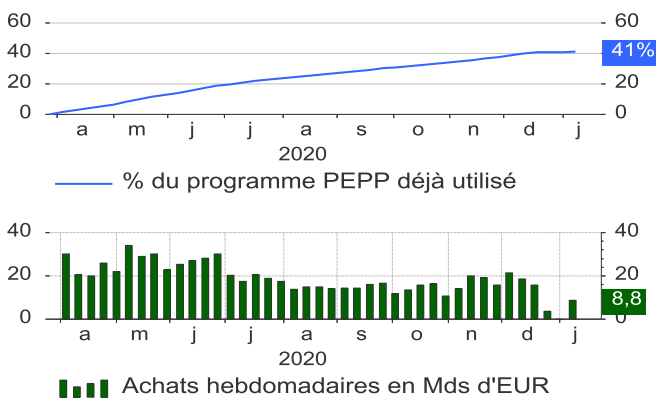
Réserve fédérale américaine (Fed)

La Fed a réitéré son intention de **maintenir une politique monétaire très accommodante** pendant longtemps, bien qu'elle ait revu ses projections économiques à la hausse et qu'elle envisage une immunité collective à la Covid-19 pour la mi-2021.

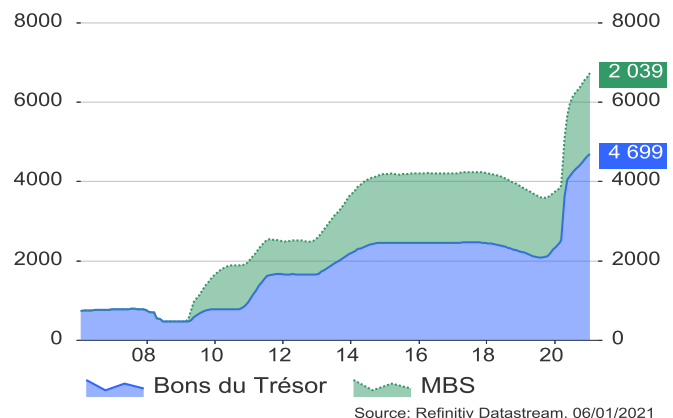
Des voix dissonantes se font entendre au sein de la Fed : quelques membres commencent à parler ouvertement de *tapering*, c'est-à-dire de réduire le montant des achats d'actifs dès 2022, voire dès la mi-2021.

Notre opinion est qu'il est difficile d'envisager un *tapering* cette année alors que le Trésor américain doit financer un déficit massif. La Fed ne devrait pas ralentir ses achats d'actifs avant que des progrès substantiels aient été réalisés sur le front de l'inflation et du marché du travail. **Le tapering pourrait se faire début 2023.** La Fed commencerait par réduire ses achats de MBS (prêts adossés à des créances immobilières) avant de réduire ses achats de bons du Trésor.

PROGRAMME D'ACHAT PANDÉMIQUE (PEPP)



ACTIFS AU BILAN DE LA FED (USD, MDS)



CONCLUSION

Les banques centrales principales devraient continuer de mener leurs politiques monétaires très accommodantes. Ne pas resserrer les conditions de financement est primordial pour accompagner la relance économique après la crise sanitaire. Les programmes d'achat d'actifs devraient continuer et nous n'attendons aucune hausse de taux, ni cette année, ni l'an prochain.



Rendements obligataires

Légère remontée anticipée

La perspective d'une campagne de vaccination de masse devrait débloquer les économies, faire repartir la croissance et **pousser les rendements obligataires à la hausse** via une augmentation des anticipations d'inflation.

Cependant, une forte remontée des taux pénaliserait la reprise économique, en rendant le financement des entreprises et des États plus coûteux à l'heure où les États creusent leurs déficits. Aussi, **les banques centrales devraient continuer de maintenir les taux à des niveaux bas**. Elles peuvent faire pression sur les taux réels grâce à leurs programmes d'achat d'actifs, ce qui limite la remontée des taux nominaux.

La BCE a la capacité d'absorber toutes les émissions des pays de la zone euro en 2021. Ce n'est pas le cas de la Fed, qui achèterait 960 Mds de dollars de bons du Trésor cette année alors que le Trésor doit financer un déficit de plus de 3000 Mds de dollars.

Nous anticipons un rendement à 10 ans à -0,25% d'ici 12 mois en Allemagne et à 1,40% aux États-Unis.

RENDEMENTS OBLIGATAIRES À 10 ANS



	Maturités (années)	13/01/2021	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,14	0,25
	5	0,47	0,50
	10	1,08	1,40
	30	1,82	1,90
Allemagne	2	-0,71	-0,50
	5	-0,71	-0,40
	10	-0,52	-0,25
	30	-0,12	0,30
Royaume-Uni	2	-0,11	0,25
	5	-0,01	0,25
	10	0,31	0,60
	30	0,88	1,20

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION

L'amélioration des perspectives économiques devrait pousser les rendements obligataires à la hausse. Cependant, toute remontée violente et prolongée nous semble improbable car les banques centrales vont continuer leurs achats obligataires cette année.



Thème du mois

La petite vague bleue tardive

La vague bleue annoncée aux élections de novembre dernier par les sondages n'a finalement pas eu lieu, mais on assiste en janvier à une petite vague bleue tardive puisque la victoire des démocrates en Géorgie fait tout juste basculer le sénat dans le camp démocrate.

Ainsi, le président élu Biden aura plus de latitude pour faire approuver **un nouveau plan de relance budgétaire**. Les Républicains empêcheront très probablement des dépenses excessives mais on peut quand même s'attendre à de **larges émissions de bons du Trésor** en 2021 pour financer cette relance. Cela plaide pour des taux à long terme plus élevés et c'est le mouvement que l'on observe sur les marchés.

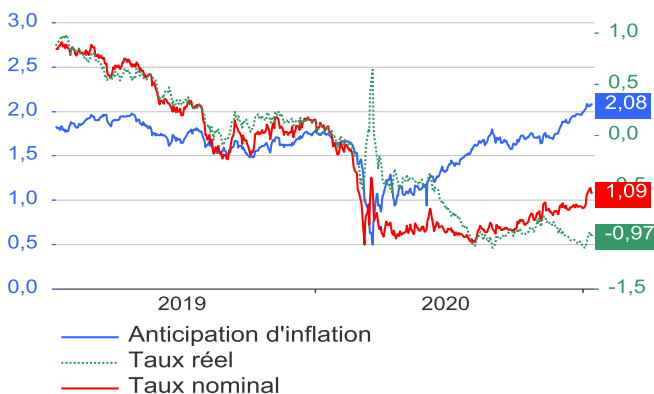
Le taux à 10 ans s'est envolé jusqu'à 1,18%, aidé aussi par les discours de quelques membres de la Fed partisans d'une politique monétaire moins laxiste et des nouvelles émissions obligataires -qui se sont avérées fortement souscrites-.

Les anticipations d'inflation à 10 ans ont fortement rebondi, pour dépasser 2%, un signe que les investisseurs pensent que les masses d'argent déversées par les banques centrales vont générer de l'inflation. Cependant, les capacités de production non utilisées sont tellement importantes que les dernières données d'inflation ne confirment pas de tensions inflationnistes. Le Fed ne devrait donc pas réagir.

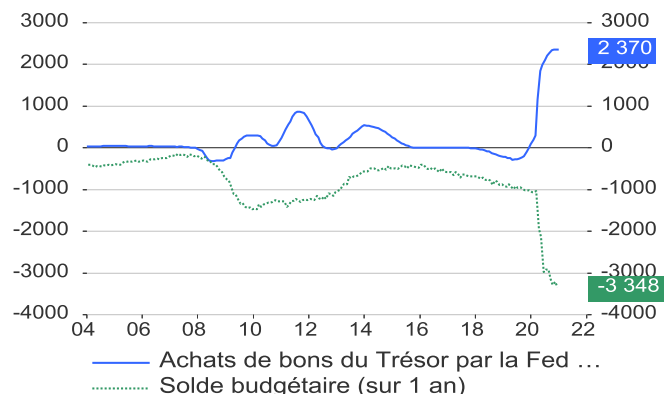
Les taux réels restent fortement négatifs. Les nouvelles émissions d'obligations indexées sur l'inflation ont été relativement faibles par rapport aux achats de la Fed en 2020. Le taux résulte donc d'un marché fortement influencé par les actions de la Fed. Elle détient 22% du marché des obligations indexées sur l'inflation.

Les **obligations d'entreprise Investment Grade américaines** ont souffert en ce début d'année de la remontée des taux à long terme à cause de leur durée élevée (8,8 ans). Les rendements sont devenus plus attractifs (1,9%) et le plan de relance devrait in fine venir en soutien de la classe d'actifs.

DÉCOMPOSITION DU TAUX AMÉRICAIN À 10 ANS



ACHATS DE LA FED ET DÉFICIT AMÉRICAIN



CONCLUSION

La victoire des démocrates donne à Joe Biden plus de latitude pour faire adopter son plan de relance budgétaire. Cette perspective fait remonter les taux à long terme. Devenues plus attractives, les investisseurs en ont profité pour se ruier sur les nouvelles émissions du Trésor à 10 ans. Les obligations d'entreprise Investment Grade ont été affectées par la remontée des taux à long terme mais devraient in fine bénéficier du plan de relance.

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	+	Positifs sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce) avec une stratégie d'achat sur repli.
	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	1,08	- - -	
Allemagne	-0,52	- - -	
France	-0,31	21	-5
Italie	0,56	108	-8
Espagne	0,06	59	-6
Portugal	0,00	52	-8
Grèce	0,71	123	-1

13/01/2021
Source: Refinitiv Datastream

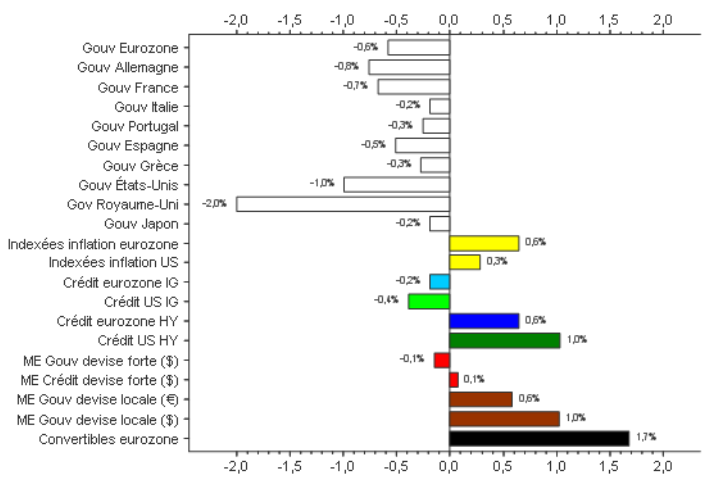
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	0,87	35	-5
Obligations d'entreprise IG EUR	0,25	90	-3
Obligations d'entreprise IG USD	1,85	93	-12
Obligations d'entreprise HY EUR	3,22	339	-15
Obligations d'entreprise HY USD	4,25	354	-30
Émergents - Obligations d'État en devise forte	4,47	329	-10
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	3,49	257	-11
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,31	383	-11

13/01/2021
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg Barclays and JPM indices



Performances

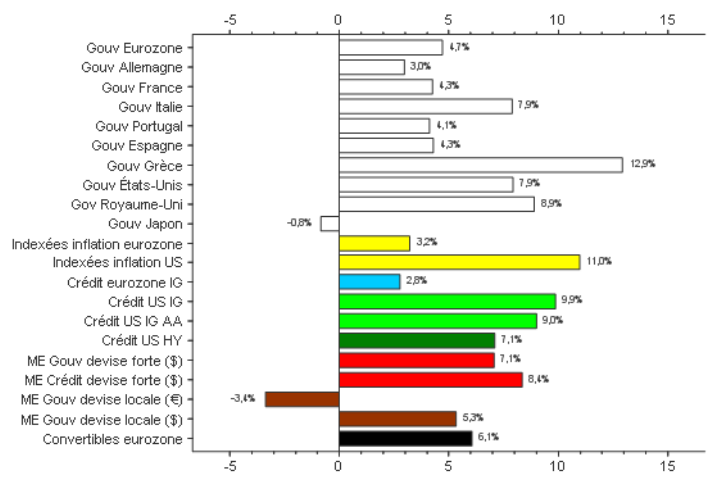
SUR UN MOIS



Source : Refinitiv Datastream, 13/01/2021 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Epane)

ME = Marchés émergents

EN 2020



Source : Refinitiv Datastream, 31/12/2020 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Epane)

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 Prudenciel 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