

## FOCUS FIXED INCOME

Juin 2020



**Edouard Desbonnets**  
Investment Advisor, Fixed Income

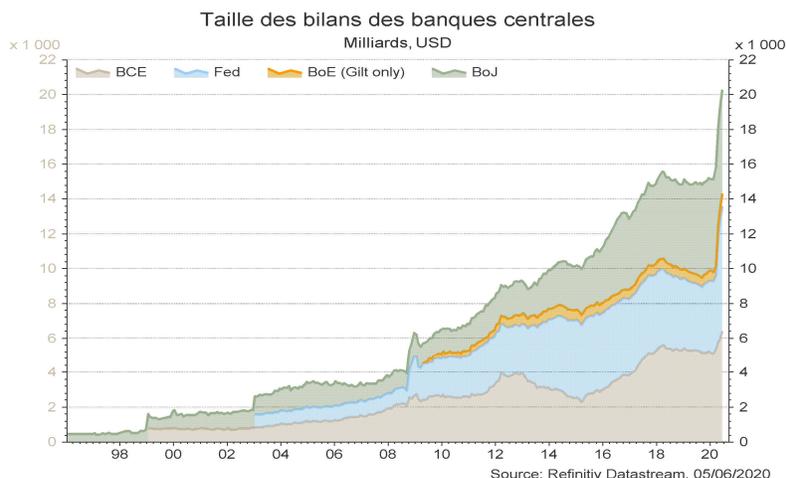
### **EN UN MOT : Les banques centrales n'envisagent même pas d'envisager de durcir les politiques monétaires.**

L'appétit pour le risque est revenu même s'il perd maintenant un peu de souffle. Les rendements des obligations souveraines américaines et allemandes se sont légèrement tendus ces dernières semaines alors que ceux des obligations périphériques se contractaient fortement. Du côté des entreprises, les spreads de crédit se sont bien tassés mais ne sont pas encore compétemment revenus à leur niveau pré-crise en moyenne. Tout ceci est la conséquence directe des actions des banques centrales et des plans de relance des gouvernements. Comme disait le président de la Fed le 10 juin, « nous n'envisageons même pas d'envisager de hausser les taux d'intérêt ». Nous pensons que l'appétit pour le risque peut encore durer sur les prochaines semaines voire mois sur les marchés obligataires. Les banques centrales sont résolues à ne pas laisser les conditions financières se tendre et un plan de relance à l'échelle européenne prend forme peu à peu.

Nous maintenons une vue positive sur les obligations souveraines des pays périphériques de la zone euro ainsi que 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 : taille des bilans des banques centrales

La taille des bilans des principales banques centrales s'est envolée suite à toutes les opérations d'assouplissement quantitatif (QE). La Fed par exemple a acheté autant d'obligations ces douze dernières semaines qu'elle ne l'avait fait ses douze dernières années. Ces instruments dits « non conventionnels » sont finalement devenus des outils de pilotage indispensables vu que les taux directeurs sont à zéro ou négatifs dans les grands pays développés. Ils ont contribué à réduire fortement la volatilité sur les taux d'intérêt.



## Banques centrales : toujours à la manœuvre

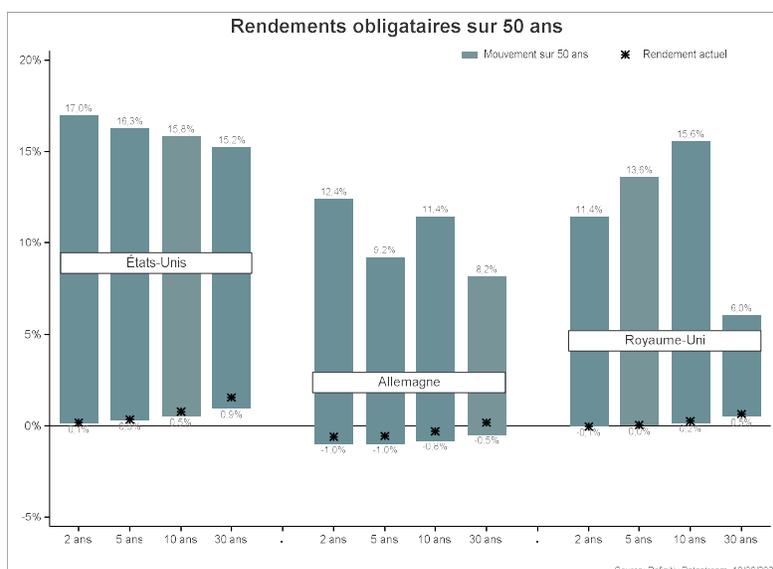
- **Réserve fédérale américaine : n'envisage même pas d'envisager de monter ses taux**
  - La Fed veut laisser ses taux à zéro pour soutenir l'économie au moins jusqu'à la fin 2022. Elle pense qu'il faudra presque trois ans à l'économie américaine pour retrouver son niveau d'activité d'avant crise. Elle entend poursuivre son programme d'achat obligataire au rythme actuel (80 milliards de bons du Trésor et 40 milliards de titres adossés à des hypothèques -Mortgage Backed Securities-chaque mois) et avoue discuter de la possibilité de mettre en place un contrôle explicite de la courbe des taux.
  - Le contrôle de la courbe des taux signifie que la banque centrale fixe explicitement un taux à un certain niveau et elle achète (ou vend) des obligations pour parvenir à cet objectif. Elle ne s'engage donc plus sur un volume d'achat mensuel. Un tel système existe déjà au Japon où le taux à 10 ans est fixé à 0% et en Australie où le taux à 3 ans est fixé à 0,25%. Le ciblage des taux permettrait à la Fed d'empêcher un resserrement des conditions financières et ainsi de garantir des coûts de financement bas à l'économie réelle.
  - Nous ne pensons pas que la Fed baissera ses taux directeurs en territoire négatif. Cela créerait en effet un choc sur le marché monétaire qui résulterait en un durcissement des conditions financières, l'opposé de ce que la Fed veut.
  - La Fed pourrait à l'avenir ajuster son QE pour le rendre plus efficace. Cela peut passer par exemple par une simplification du processus d'auto certification d'éligibilité de la dette d'entreprise ou supprimer la part maximale de 20% que la Fed peut acquérir dans un ETF.



- **Banque centrale européenne : n'envisage même pas d'envisager de sortir de sa politique accommodante**
  - La BCE a augmenté le PEPP (QE pandémie) de 600 milliards d'euros, plus qu'attendu, pour le porter à 1350 milliards et a rallongé le programme de six mois au moins. Il prendra donc fin au plus tôt en juin 2021. La BCE a aussi décidé de réinvestir les obligations tombées à maturité, au moins jusqu'à la fin décembre 2022, ce qui permet de prolonger encore le programme et fera que la BCE pourra acheter une plus grande partie des émissions liées au prochain fonds de relance de l'Union Européenne.
  - Les nouvelles projections économiques de la BCE suggèrent qu'elle sera amenée à faire plus d'assouplissement monétaire. Cela pourrait passer par une nouvelle augmentation de PEPP dès septembre car le PEPP actuel, si tant est que le rythme des achats reste similaire, sera consommé entièrement déjà en février 2021. La BCE pourrait aussi y inclure les achats d'obligations d'entreprise fallen angels (obligations Investment Grade rétrogradées à la catégorie spéculative) notées BB. Elle pourrait être tentée de baisser ses taux, et d'ajuster son système de taux par paliers (tiering) en conséquence, si l'euro devenait trop fort. La probabilité reste cependant faible à nos yeux vu les conséquences négatives sur le système bancaire et l'épargne des ménages notamment.

### Objectifs sur les rendements obligataires

- Les rendements obligataires de référence se sont tendus légèrement après avoir touché des points bas, à la faveur de statistiques économiques meilleures que prévues, du soutien monétaire sans précédent et des nombreux plans de relance fiscaux. Les banques centrales freinent la progression des rendements pour éviter un durcissement des conditions financières.



- Nous anticipons une poursuite du mouvement, à savoir une lente remontée des rendements obligataires.

Rendements obligataires	Maturité (années)	10/06/2020	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	0,18	0,25
	5	0,34	0,50
	10	0,75	1,25
	30	1,52	1,75
Allemagne	2	-0,61	-0,50
	5	-0,57	-0,25
	10	-0,33	0
	30	0,16	0,25
Royaume-Uni	2	-0,05	0,25
	5	0,02	0,25
	10	0,27	0,50
	30	0,66	1,00

Sources : Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### Les obligations périphériques

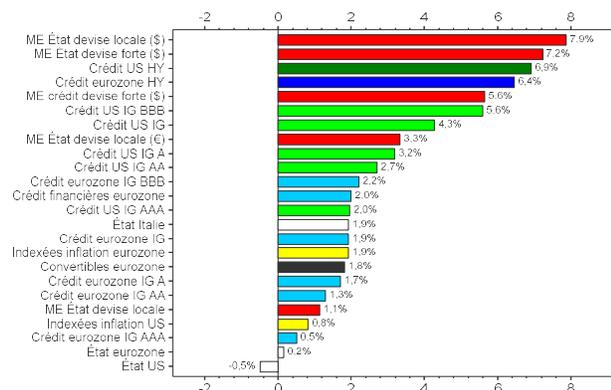
- Les écarts de rendements avec le Bund allemand (spread) se sont fortement contractés grâce à la BCE et au plan de relance proposé par l'Union européenne.
- La demande a été forte pour les nombreuses émissions mises sur le marché ces derniers jours (Italie, Grèce, Espagne, Portugal, Irlande...). Exemple emblématique avec l'Italie : son obligation à 10 ans avec un coupon de 1,65% a attiré 108 milliards de demande (un record !) et pas que de la demande domestique, 76% des 108 milliards venaient d'investisseurs internationaux.
- La BCE n'a pas ralenti le rythme de ses achats la semaine dernière bien que l'optimisme était revenu sur les marchés, ce qui suggère qu'elle souhaite baisser les rendements encore plus. Elle est particulièrement attentive au spread moyen de tous les pays de la zone euro pondéré par leur PIB. Ce dernier (45 points de base) n'est pas encore revenu proche de son niveau pré-crise Covid-19 (20 à 30 points de base).
- Une solution politique/judiciaire devrait être trouvée par rapport au jugement de la Cour constitutionnelle allemande.
- Les rendements sont attractifs en comparaison avec les pays cœur ou semi-cœur de la zone euro. Le portage est d'autant plus intéressant que la BCE limite les risques en supprimant la volatilité et en empêchant toute remontée des spreads.
- Nous restons positifs sur la classe d'actifs avec une stratégie d'achat sur repli.

## Nos vues

SOUVERAINS	-/=	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>Nous sommes négatifs sur la dette souveraine américaine à long terme et sur les obligations souveraines allemandes, quelle que soit leur maturité.</li> </ul>
	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous restons positifs sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce) avec une stratégie d'achat sur repli.</li> </ul>
INVESTMENT GRADE	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nous préférons les obligations d'entreprise aux obligations souveraines.</li> <li>Nous privilégions les obligations EUR et US dont la durée est similaire à celle de l'indice de référence (5 et 8 ans respectivement).</li> <li>Nous sommes positifs sur les obligations convertibles de la zone euro.</li> </ul>
HIGH YIELD	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neutres sur le HY en zone euro et aux États-Unis.</li> </ul>
ÉMERGENTS	= +	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neutres sur les obligations émergentes en devise forte (souverain et entreprise).</li> <li>Positifs sur les obligations d'État en devise locale.</li> </ul>

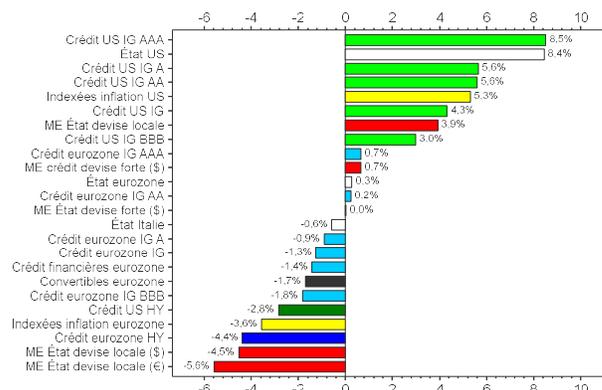
## Performance du marché obligataire

### Sur les 30 derniers jours



Source: Refinitiv Datastream, 10/05/2020. Source des indices : JPMorgan pour les obligations d'État et les Marchés Émergents (ME); Bloomberg Barclays pour le crédit Investment Grade (IG); ICE BofA pour le crédit High Yield (HY); Epane pour les convertibles.

### Depuis le 31 décembre 2019



Source: Refinitiv Datastream, 10/05/2020. Source des indices : JPMorgan pour les obligations d'État et les Marchés Émergents (ME); Bloomberg Barclays pour le crédit Investment Grade (IG); ICE BofA pour le crédit High Yield (HY); Epane pour les convertibles.





## 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

