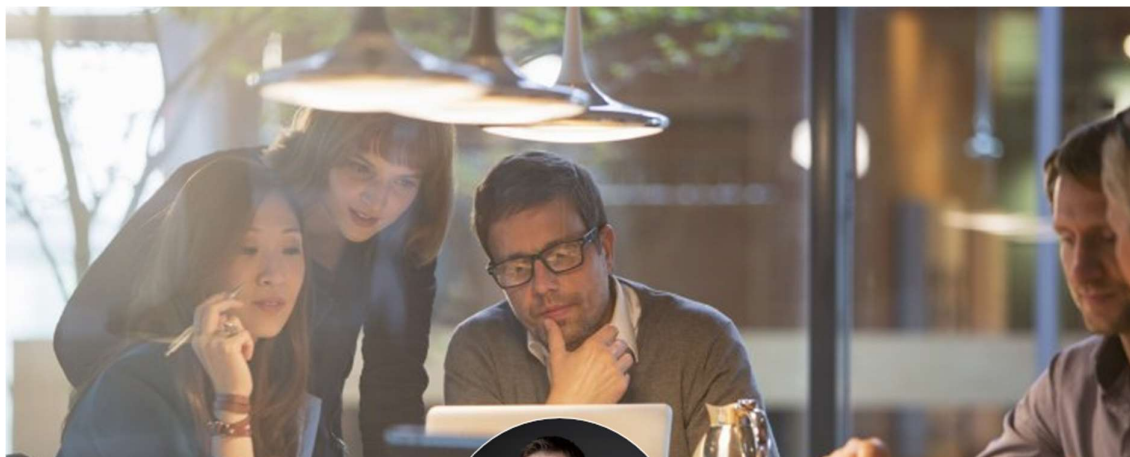


## BCE : REACTIVE ET PROACTIVITE

5 juin 2020



**Edouard Desbonnets**  
Investment Advisor, Fixed Income

### EN UN MOT :

**Comme attendu, la BCE a augmenté son soutien à l'économie via son programme d'achats d'actifs dédié à la pandémie. Cependant, l'ampleur a dépassé nos attentes et celles du marché. Ceci est de bon augure pour les obligations des pays périphériques et pour les obligations d'entreprise notées Investment Grade. Les nouvelles projections économiques de la BCE laissent à penser qu'elle sera encore amenée à en faire plus, probablement en septembre.**

### Un assouplissement monétaire attendu...

La BCE a assoupli sa politique monétaire une nouvelle fois hier. Cette décision était attendue pour deux raisons. D'une part, plusieurs gouverneurs l'avaient suggéré assez explicitement, évoquant la détérioration nette des anticipations de croissance et d'inflation. D'autre part, le rythme des achats de dette via le PEPP est soutenu depuis sa création mi-mars. Pour rappel, le PEPP (Pandemic Emergency Purchases Programme) est un programme de 750 milliards d'euros sur l'année 2020 qui vise à acheter la dette publique et privée des pays de la zone euro, notamment celle des plus affectés par la crise économique engendrée par le Covid-19. La BCE a déjà acheté 234 milliards de dette depuis la mi-mars avec le PEPP. A ce rythme, la BCE aurait consommé son enveloppe de 750 milliards à la mi-octobre, bien avant la fin de l'année donc.

... mais d'ampleur inattendue...

La BCE a pris trois décisions hier. Elle a augmenté l'enveloppe du PEPP de 600 milliards alors que 500 milliards « seulement » étaient anticipés. Elle a prolongé ce dispositif au moins jusqu'à juin 2021, donc six mois supplémentaires minimum. Et pour finir, elle a décidé de réinvestir les obligations arrivées à échéance, au moins jusqu'à la fin décembre 2022, ce qui lui permettra donc d'acheter une plus grande partie des émissions liées au prochain fonds de relance de l'Union Européenne. Pas de changement en revanche du côté des taux directeurs ou du programme d'assouplissement quantitatif classique (le QE). Ce dernier étant moins flexible que le PEPP dans le sens où il doit respecter les clés de répartition (part de chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE).

Ainsi, par son action, la BCE montre qu'elle reste déterminée à remplir son mandat et qu'elle n'est pas découragée par la décision de la cour constitutionnelle allemande qui a questionné la légalité d'une partie du QE.

### **... justifiée par des projections économiques en berne**

Sans surprise, la BCE a révisé ses projections économiques à la baisse. Elle anticipe dorénavant une contraction du PIB de la zone euro de 8,7% en 2020. Plus inquiétant, elle a abaissé ses prévisions d'inflation à court et moyen terme, malgré le soutien monétaire massif. Elle prévoit 1,3% d'inflation à moyen terme (2022), loin donc de l'objectif de « proche mais inférieur à 2% ».

### **Réaction immédiate du marché**

Les marchés ont apprécié la proactivité de la BCE. Elle aurait pu en effet attendre la réunion du mois de juillet ou celle de septembre en théorie puisque seulement 31% du PEPP a été consommé à la fin mai. Cependant, le coût de l'hésitation peut être irréversible comme disait l'ancien président de la BCE. Agir maintenant évite des tensions inutiles sur les conditions financières.

Les rendements obligataires des pays périphériques se sont fortement détendus. Le taux italien à 10 ans a baissé de 15 points de base à 1,40%. Il en va de même pour les rendements espagnols, -7 points de base à 0,55% par exemple. Face à l'appétit pour le risque, le rendement du Bund allemand a gagné 3 points de base à -0,32%. Le rendement du taux français à 10 ans n'a quasiment pas bougé, -2 points de base à -0,01%

L'euro a continué sa progression face au dollar, à 1,134, un plus haut de trois mois, pour saluer les mesures de soutien à la croissance.

Les marchés actions européens ont quant à eux terminé en baisse de 0,24%. Cela fait suite à plusieurs séances de hausse. L'EuroStoxx 50 est à un plus haut depuis mi-mars. Le secteur bancaire a surperformé.

### **Nos anticipations sur la BCE**

On peut penser que la BCE devra en faire encore plus car l'objectif d'inflation est loin d'être atteint et les perspectives économiques peuvent justifier un assouplissement monétaire supplémentaire. Nous ne pensons pas que la BCE baisse ses taux directeurs, même si le système de taux par paliers est déjà en place. Nous penchons plutôt pour une nouvelle extension du PEPP, avec l'inclusion des fallen angels notés BB, ces obligations dont les notes de crédit ont

été dégradées à la catégorie « haut rendement » suite à la crise sanitaire. Réponse possible en septembre.

### **Nos vues sur les taux et les obligations souveraines**

La politique monétaire devrait continuer à prévenir toute hausse substantielle des rendements obligataires. La réouverture des économies et les nouvelles émissions obligataires à venir nous poussent à croire que les rendements obligataires devraient se tendre légèrement dans les pays cœur de la zone euro comme l'Allemagne. Nous pensons que le rendement du Bund allemand atteindra 0% d'ici 12 mois. En conséquence, nous sommes négatifs sur les obligations souveraines allemandes.

A l'inverse, nous restons positifs sur les obligations souveraines des pays périphériques (Italie, Grèce, Espagne, Portugal). Elles ont déjà bien progressé, mais gardent encore du potentiel selon nous. La BCE devrait continuer à supprimer la volatilité sur les taux d'intérêt comme elle l'a fait lors de la crise et à convaincre le marché de ne pas trop s'inquiéter des niveaux de dette des différents pays européens. La proposition de l'Union Européenne de lever de la dette commune devrait aider en ce sens. Ainsi, si la volatilité reste faible, les rendements obligataires des pays périphériques ajustés du risque deviennent intéressants. De plus, le PEPP soutient davantage les pays les plus touchés par le Covid-19. Les données à fin mai montrent que la BCE a acheté 37 milliards d'obligations italiennes, à comparer avec 29 milliards si elle avait respecté scrupuleusement les clés de répartition. Dans une moindre ampleur, la dette espagnole a aussi bénéficié de ce biais. En moyenne, 80% des achats du PEPP concernent des obligations souveraines. Le resserrement des écarts de rendement avec le Bund (spread) devrait donc se poursuivre.

### **Nos vues sur la dette d'entreprise de la zone euro**

Le marché primaire Investment Grade reste très actif, a contrario du marché du High Yield, et la demande est forte. Cela peut paraître contre intuitif vu que les agences de notation n'ont jamais recensé autant d'entreprises qui devraient voir leur note de crédit se dégrader. La raison tient sûrement à la BCE car elle reste en soutien du marché Investment Grade. Le PEPP dirige en moyenne 20% de ses achats vers la dette d'entreprise et à cela s'ajoute le QE classique avec un part en mai à 24%. Cette dernière a d'ailleurs décru puisqu'elle était de 40% en début d'année, ce qui suggère que la BCE peut augmenter la part relative des achats d'obligations d'entreprise si des tensions réapparaissent. Le fond d'aide européen discuté en ce moment est également un facteur positif pour les entreprises puisqu'il prévoit non seulement des prêts mais aussi des subventions. Du côté de l'offre, nous anticipons une baisse des émissions Investment Grade car les volumes actuels ne sont pas soutenables à court terme. Les entreprises ont levé beaucoup d'argent au premier semestre par nécessité ou par précaution. Les besoins de refinancement ne devraient pas être aussi importants à l'avenir faute de croissance forte et d'envie de prendre des risques. Aussi, nous sommes positifs sur les obligations d'entreprise Investment Grade en raison de la dynamique offre/demande favorable.

En revanche, nous préférons rester neutres sur la classe d'actifs des obligations à haut rendement. Elles ne sont pas éligibles aux programmes d'achats de la BCE et nous ne pensons pas qu'elles le deviendront. Les fallen angels notés BB pourraient l'être cependant. Elles

pourraient représenter une part non négligeable du marché de la dette à haut rendement. Cela dit, l'analyse du comportement de ces obligations indique que les spreads tendent à s'élargir fortement avant et encore un à deux mois après la déclassification, ce qui suggère une certaine prudence à court terme. Les entreprises dans la catégorie à haut rendement ont des profils de crédit faibles et peuvent être fortement impactées par la crise selon leurs secteurs d'activité. Le marché est donc à nos yeux plus fait pour les « bond pickers » car la sélection des émetteurs est primordiale dans cet environnement.



## 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**  
Head of Real Estate Strategy

### 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.

