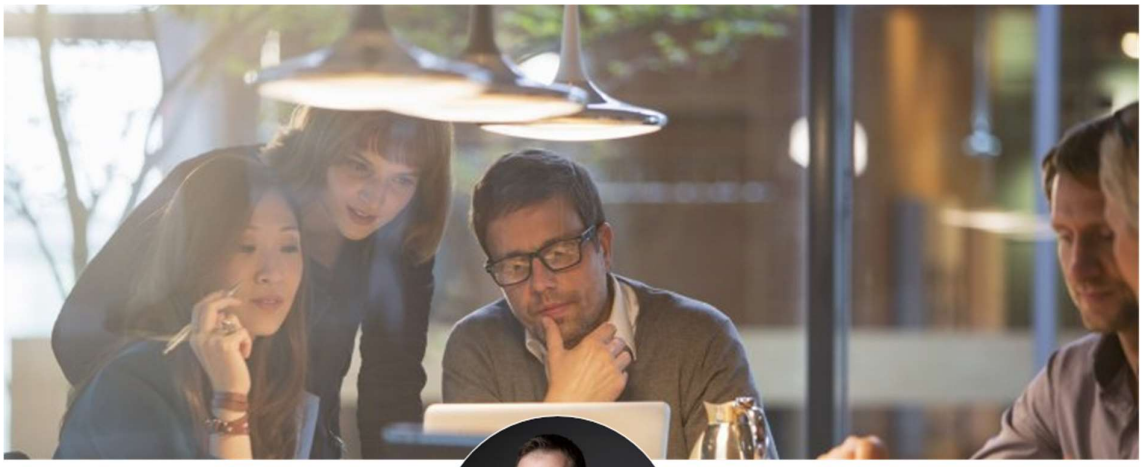
LA DETTE PERIPHERIQUE EN ETAT EUPHORIQUE

19 October 2020



Edouard Desbonnets
Investment Advisor, Fixed Income

EN UN MOT :

Les rendements obligataires à long terme des pays périphériques à la zone euro atteignent des plus bas historiques. Iront-ils jusqu'à zéro?

De record en record

Les rendements obligataires des pays périphériques de la zone euro ont fortement baissé depuis le début de la crise de la Covid en mars. Ils ont enfoncé des plus bas historiques la semaine dernière : 0,65% pour le rendement italien à 10 ans et 1,50% pour le rendement à 30 ans ; 0,77% pour le rendement grec à 10 ans ; 0,80% pour le rendement portugais à 30 ans. Mardi 13 octobre, l'Italie a réussi à placer une obligation à 3 ans à rendement négatif (-0,14%) et sans intérêt (zéro coupon) pour la première fois de son histoire. Les rendements espagnols et portugais à 10 ans ne sont, quant à eux, que 0,10% au-dessus de leurs plus bas historiques, à 0,15% et 0,14%, respectivement.

La BCE à la manœuvre

La baisse des rendements est le résultat de la politique monétaire de la BCE. Les achats d'obligations qu'elle opère depuis plusieurs années, augmentés depuis mars avec le PEPP (ce programme destiné à acheter des obligations dans les pays touchés par la crise de la Covid) ont fait plonger les rendements obligataires. Le chef économiste de la BCE avait indiqué vouloir que l'écart de rendement des pays de la zone euro pondéré par leur PIB revienne à son niveau d'avant crise. C'est maintenant chose faite. Cela ne veut pas dire pour autant que la BCE va retirer son soutien, même si elle est effectivement moins active qu'avant (un peu moins de 3 milliards d'euros achetés chaque jour via le PEPP contre 6 milliards au début du programme en mars). Les derniers discours des membres de la BCE laissent à penser que l'institution entend augmenter son stimulus monétaire du fait de la faiblesse de la reprise économique et des perspectives d'inflation trop basse. Nous pensons qu'elle passera à l'action en décembre, à la lumière de ses nouvelles projections économiques. Elle devrait augmenter l'enveloppe du PEPP de 400 milliards d'euros et rallonger sa validité de six mois, donc jusqu'à fin 2021, selon nous.

Un portage attrayant

Grâce à ses interventions, la BCE a considérablement réduit la volatilité des taux d'intérêt des pays périphériques. Dès lors, le portage de la dette périphérique devient intéressant car les rendements sont plus élevés et pas vraiment plus volatils que les pays cœur ou semi-cœur de la zone euro.

Peu d'émissions obligataires d'ici la fin de l'année

Autre facteur de soutien, la dynamique d'émission devrait ralentir. Les pays ont quasiment bouclé leur programme d'émissions pour cette année, il reste donc relativement peu de nouvelles émissions à venir, ce qui réduit la pression haussière sur les taux. De plus, l'union européenne devrait commencer à débloquer progressivement les 750 milliards d'euros du plan de relance mi-2021. L'Italie et l'Espagne seront les principaux bénéficiaires avec 82 et 77 milliards respectivement. La Grèce devrait recevoir 23 milliards et le Portugal, 16 milliards. En conséquence, les pays bénéficiaires pourraient diminuer le montant de leurs émissions l'année prochaine par rapport à leurs prévisions initiales. Il n'en reste pas moins que les émissions de 2021 seront élevées. La BCE, qui avait acheté à peu près la moitié des émissions nettes des pays de la zone euro entre janvier et août 2020, devrait jouer encore jouer un rôle de premier plan.

Le risque politique

Le risque politique en Italie s'est affaibli. La victoire du parti démocrate aux dernières élections régionales a rassuré les investisseurs sur la probabilité que la coalition en place puisse rester au pouvoir jusqu'en mars 2023. En revanche, l'Espagne souffre d'une instabilité politique, ce qui a poussé S&P à placer le pays sous perspective négative le 19 septembre. Il faut néanmoins constater que cela n'a pas affecté les obligations espagnoles : les spreads ne se sont pas écartés et il n'y a pas eu de pic de volatilité sur les taux d'intérêt.

A surveiller

Au-delà de la situation sanitaire et ses répercussions économiques qui touchent tous les pays, les agences de notation sont surement nerveuses avec le niveau d'endettement de l'Italie. Il faudra alors compter sur la BCE pour empêcher les spreads de s'écarter trop si elles venaient à dégrader les perspectives voire la note du pays. Elles se prononceront les 23 octobre (S&P), 6 novembre (Moody's) et 4 décembre (Fitch).

Conclusion

Certes, les valorisations sont élevées et le niveau des rendements obligataires peut sembler déconnecté des fondamentaux économiques, mais le momentum reste positif grâce au filet de sécurité offert par la BCE et relativement peu d'émissions à venir. La demande des investisseurs pour la dette périphérique est forte, en anticipation d'un nouvel assouplissement monétaire de la BCE. Les rendements, même faibles en absolu, sont encore attrayants en comparaison des autres pays de la zone euro où ils sont négatifs. Si la BCE ne déçoit pas, les rendements obligataires des pays périphériques pourraient continuer à baisser et les spreads se resserrer. On peut alors envisager des rendements portugais et espagnols à 10 ans négatifs et des rendements italiens et grecs à 10 ans encore plus proche de 0,50%. Nous sommes positifs sur la dette périphérique avec une stratégie d'achat sur faiblesse.

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