

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



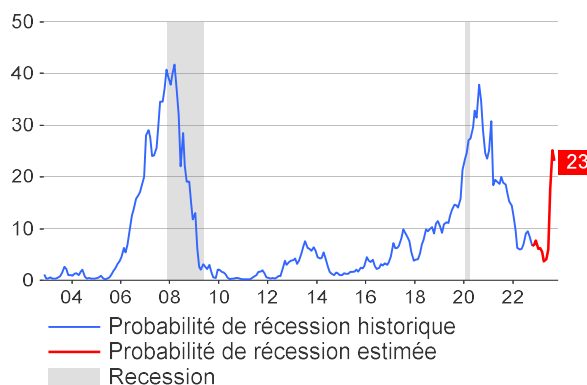
Résumé

- BCE : Une orientation accommodante ne signifie pas que la hausse des taux directeurs est terminée.** Nous anticipons de nouvelles hausses des taux directeurs avec un taux de fin de cycle à 2,75 % au T1 2023 pour le taux de dépôt.
- Fed : Pas encore de pivot, pas encore de pause, mais un ralentissement des hausses de taux directeur est probable à partir de décembre ou février.** Compte tenu de l'évolution de l'inflation sous-jacente, nous avons revu notre scénario pour ajouter une dernière hausse de taux de 50 pb en février 2023, conduisant à un taux de fin de cycle de 5 % (vs 4,5 % précédemment).
- La crise britannique ne s'est pas propagée. La marche arrière sur le mini-budget et le changement de Premier ministre ont mis fin aux tensions sur les marchés.** Les rendements obligataires ont entièrement retracé la hausse. Nous en profitons pour mettre fin à notre opinion positive et adoptons une vue neutre sur les emprunts d'État britanniques à court terme.
- Les rendements obligataires à long terme devraient se détendre à horizon 12 mois aux États-Unis tandis que les rendements à long terme allemands ont encore une modeste marge de progression.** Les rendements à 10 ans devraient atteindre 3,5 % aux États-Unis et 2,5 % en Allemagne dans 12 mois. Nous sommes positifs sur les emprunts d'État américains pour les investisseurs en USD. Nous restons neutres sur les emprunts d'État allemands.
- Obligations d'entreprises de la zone euro :** Nous conservons une vue neutre sur les obligations d'entreprises High Yield en zone euro. Nous préférons les obligations d'entreprises IG au HY. Au sein du HY, nous privilégions les obligations de haute qualité (notées BB) car elles restent à des niveaux historiquement bon marché par rapport aux autres obligations HY plus risquées et sont moins exposées au risque de refinancement.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Obligations d'entreprises HY en zone euro	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

PROBABILITÉ DE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS MESURÉE PAR LE SPREAD DES BONS DU TRÉSOR (FED DE NY)



Source: Refinitiv Datastream, oct. 22

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Banques centrales

Pas de pivot mais un ralentissement avant une pause

Banque centrale européenne (BCE)

Proche du taux neutre : la BCE a relevé ses taux de 75 pb comme prévu lors de sa réunion d'octobre, mais ses orientations ont été plus accommodantes que prévu.

Orientation accommodante : la BCE a supprimé la référence à « plusieurs » hausses supplémentaires et a déclaré que des « progrès substantiels » avaient été réalisés. Le marché a fortement revu à la baisse ses anticipations (voir graphique).

Des hausses de taux directeurs plus modestes à l'avenir : maintenant que le taux de dépôt est proche du territoire restrictif, la BCE devrait poursuivre son resserrement monétaire avec des hausses de taux plus modestes du fait du contexte de récession. Les membres de la BCE semblent anticiper que la récession aura un impact sur les perspectives d'inflation.

Notre vue : nous anticipons 50 pb de hausse de taux en décembre et deux hausses de taux au T1 2023 pour 75 pb, conduisant à un taux de fin de cycle de 2,75 % pour le taux de dépôt.

Réserve fédérale américaine (Fed)

L'inflation globale américaine est orientée à la baisse : le resserrement monétaire de la Fed dépend des perspectives d'inflation. De nombreux indicateurs indiquent un ralentissement de l'inflation globale.

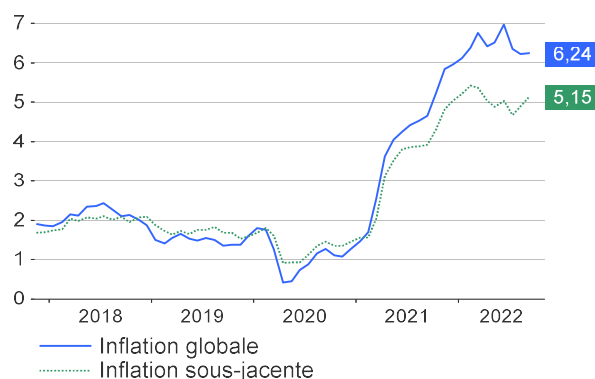
L'inflation sous-jacente tend à augmenter : l'inflation sous-jacente ne retombe pas. Au contraire, elle a accéléré ces deux derniers mois en raison du décalage des prix des logements. Certains membres de la Fed ont reconnu la difficulté d'intégrer les prix des logements dans l'inflation sous-jacente.

Notre vue : nous anticipons une nouvelle hausse de taux de 75 pb en novembre, puis une décélération à 50 pb en décembre car l'approche vers le taux restrictif exige plus de prudence. Au cours des cycles précédents, les taux de la Fed ont atteint leur pic avant la baisse de l'inflation. Compte tenu de l'évolution de l'inflation sous-jacente, nous avons revu notre scénario pour ajouter une dernière hausse de taux de 50 pb en février 2023, conduisant à un taux de fin de cycle de 5 % (vs 4,5 % précédemment).

HAUSSES CUMULÉES DES TAUX DE LA BCE (PB)



INFLATION LIÉE AUX DÉPENSES DE CONSOMMATION (INDICE PCE, %)



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

La partie rapide du cycle de resserrement monétaire est probablement terminée pour la Fed et la BCE, mais les banques centrales n'ont pas pour autant fini leurs hausses de taux. Nous anticipons des hausses de taux plus modestes avant une longue pause. Nous voyons la Fed arrêter son cycle de resserrement monétaire avec un taux directeur à 5 % (vs 4,5 % précédemment) au T1 2023 et la BCE pousser le taux de dépôt à 2,75 %, également au T1 2023. Nous ne prévoyons pas de pivot (c'est-à-dire pas de baisses de taux) au cours des 12 prochains mois.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Rendements obligataires

Des mouvements massifs

La volatilité des taux est très élevée. Les mouvements quotidiens sont énormes. **La liquidité** s'est détériorée compte tenu de la forte volatilité de l'inflation et des taux d'intérêt et du resserrement quantitatif de la Fed.

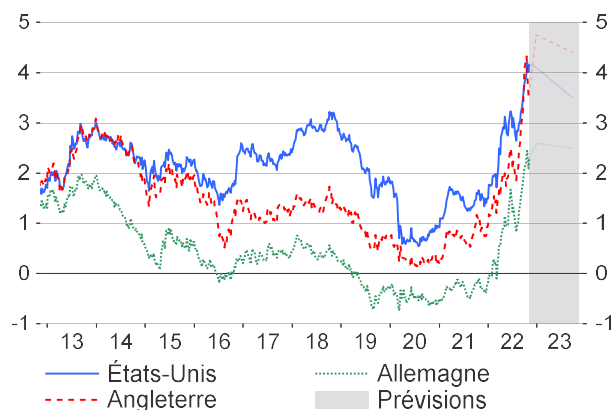
Les taux britanniques se sont fortement détendus après le rétropédalage sur le mini-budget et le changement de Premier ministre. Nous en profitons pour mettre fin à notre opinion positive sur les gilts britanniques à court terme compte tenu de l'absence de nouveau catalyseur et du risque de remontée du taux à 2 ans puisque la banque d'Angleterre doit faire face à une inflation de 10,1 %.

Les taux longs américains sont au-dessus du seuil de 4 % et en Allemagne autour de 2,30 %. L'inflation devrait ralentir (surtout aux États-Unis) et les banques centrales pourraient maintenant augmenter les taux de manière plus prudente. Nous sommes positifs sur les emprunts d'État américains pour les investisseurs en USD. Nous restons neutres sur les emprunts d'État allemands.

	Maturités (années)	27/10/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	4,32	4
	5	4,09	3,75
	10	3,94	3,5
	30	4,09	3,5
Allemagne	2	1,80	2,25
	5	1,84	2,35
	10	1,98	2,50
	30	2,03	2,60

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

TAUX À 10 ANS



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous mettons fin à notre opinion Positive et adoptons une position Neutre sur les gilts britanniques à court terme compte tenu de l'absence de nouveau catalyseur et du risque de hausse du taux à 2 ans. Nous sommes positifs sur les emprunts d'État américains pour les investisseurs en USD car nous anticipons une baisse des rendements à long terme dans 12 mois et une dépréciation du dollar. Nous restons Neutres sur les emprunts d'État allemands. Nous sommes Positifs sur les obligations d'entreprises Investment Grade américaines pour les investisseurs basés en dollar. Nous restons Neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade en EUR, avec un biais en faveur des émetteurs de qualité.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Thème du mois

Obligations d'entreprises HY en zone euro

Une année difficile jusqu'à présent : les obligations d'entreprises à haut rendement de la zone euro (HY EUR) ont perdu 14 % depuis le 1^{er} janvier, en ligne avec les obligations Investment Grade (IG) et légèrement mieux que les emprunts d'État (-16 %). Cette terrible performance est liée à l'envolée des rendements obligataires couplée à la hausse massive des primes de risque (spreads de crédit).

Rendement attractif : le rendement moyen autour de 8 %, est à un plus haut de 10 ans et est supérieur à la moyenne historique.

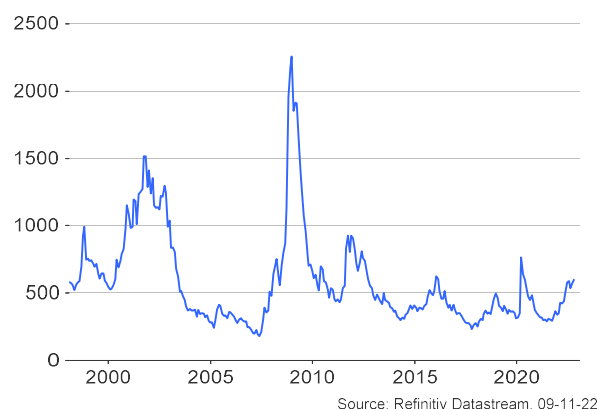
Valorisation bon marché : avec la détérioration des perspectives économiques, les tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine, le spread HY a doublé depuis le début de l'année pour atteindre 601 pb au 27 octobre. C'est extrêmement bon marché par rapport à la dernière décennie, mais globalement en ligne avec la moyenne historique. Le niveau actuel des spreads est loin du pic atteint lors des dernières crises : 966 pb pendant la crise du Covid, 983 pb pendant la crise grecque et 2291 pb pendant la grande crise financière.

Risques fondamentaux plus élevés : les spreads risquent de s'élargir davantage avec la fragilisation des fondamentaux et le risque de récession. La liquidité des bilans s'est légèrement détériorée par rapport aux plus hauts atteints lors de la pandémie. La couverture des taux d'intérêt est proche de ses plus hauts historiques mais risque de se détériorer. Le levier devrait commencer à augmenter au T4 2022 en raison de la compression des marges.

Hausse de l'offre obligataire : les entreprises ont émis très peu d'obligations depuis le 1^{er} janvier. La forte volatilité des taux a limité l'accès au marché. Par conséquent, la part de la dette arrivant à échéance dans moins de deux ans est désormais proche de ses plus hauts historiques. Beaucoup d'entreprises seront contraintes de se refinancer sur le marché en 2023.

Notre opinion : vue neutre sur le HY EUR et préférence pour les obligations d'entreprises IG. Au sein du HY, nous privilégions les obligations de haute qualité (notées BB) car elles sont bon marché par rapport aux autres obligations HY plus risquées et sont moins exposées au risque de refinancement.

LE SPREAD HY EUR EST GLOBALEMENT EN LIGNE AVEC LA MOYENNE HISTORIQUE (PB)



PRIVILÉGIER L'IG PAR RAPPORT AU HY LORSQUE LE RATIO DES POINTS MORTS HY/IG EST FAIBLE



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous conservons une vue Neutre sur les obligations d'entreprises High Yield en zone euro. Nous préférons les obligations d'entreprises IG au HY. Au sein du HY, nous privilégions les obligations de haute qualité (notées BB) car elles restent à des niveaux historiquement bon marché par rapport aux autres obligations HY plus risquées et sont moins exposées au risque de refinancement.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Nos recommandations d'investissement

Classe d'actifs	Zone	Notre vue	
Obligations d'État	Allemagne	=	Nous sommes Neutres sur les obligations souveraines allemandes.
	Pays périphériques	=	Neutres sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce).
	États-Unis	+	Positifs sur les obligations d'État américaines pour les investisseurs basés en dollar.
Obligations d'entreprises Investment Grade	Eurozone	=	- Eurozone : Privilégier les obligations d'entreprises à court terme et de qualité. - États-Unis: vue Positive pour les investisseurs basés en dollar. Privilégier une duration similaire à celle de l'indice de référence (7 ans) - Neutres sur les obligations convertibles de la zone euro.
	États-Unis	+	
Obligations d'entreprises High Yield	Eurozone et États-Unis	=	- Neutres sur les obligations HY. - Positifs sur les obligations <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</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

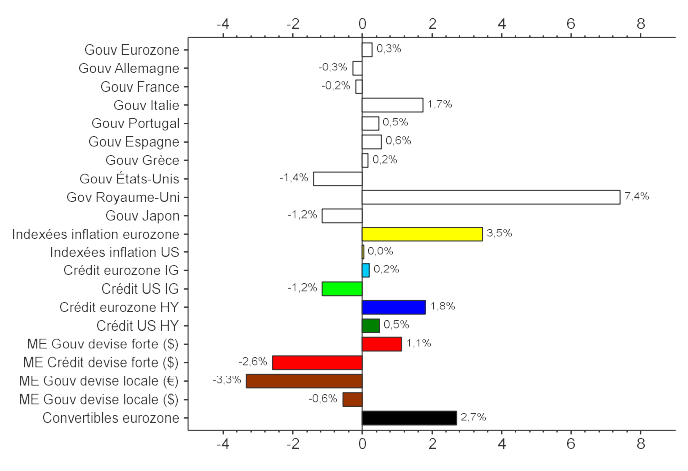
	Taux à 10 ans (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
États-Unis	3,94	---	
Allemagne	1,98	---	
France	2,49	51	-10
Italie	4,04	206	-45
Espagne	3,02	104	-16
Portugal	2,96	98	-13
Grèce	4,53	255	-5
27/10/2022 Source: Refinitiv Datastream			

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	3,72	62	3
Obligations d'entreprise IG EUR	4,23	225	17
Obligations d'entreprise IG USD	5,82	161	6
Obligations d'entreprise HY EUR	8,62	612	38
Obligations d'entreprise HY USD	9,12	478	-48
Émergents - Obligations d'État en devise forte	8,77	461	14
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	9,52	520	89
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,54	45	22
27/10/2022 Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg			



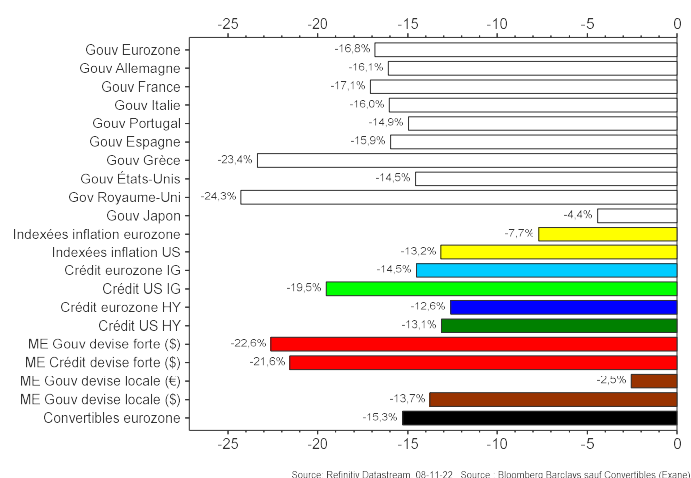
Performances

SUR UN MOIS



ME = Marchés émergents

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



L'ÉQUIPE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund SHING
Global Chief Investment Officer

Jean-Roland DESSARD
Chief Investment Advisor

Isabelle ENOS
Investment Advisor

ITALIE

Luca IANDIMARINO
Chief Investment Advisor

BELGIQUE

Philippe GUSELS
Chief Investment Advisor

Alain GÉRARD
Senior Investment Advisor, Actions

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategist, PRB

ALLEMAGNE

Stephan KEMPER
Investment Strategist
Stefan MALY

LUXEMBOURG

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Édouard DESBONNETS
Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIE

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asie

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asie



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Ce document commercial est communiqué par le Métier de la Gestion de fortune de BNP Paribas, Société Anonyme, Siège Social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, enregistré sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, enregistré en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementé 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 communiqué, 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) quel que 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 collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions dans ces produits ou traiter avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2022). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

**La banque
d'un monde
qui change**