

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires



Résumé

- 1. A la recherche du pivot des banques centrales :** Bien que la croissance montre des signes de faiblesses, les principales banques centrales du monde vont continuer de remonter leurs taux directeurs pour tuer l'inflation. Nous anticipons un taux de fin de cycle à 4,50 % en fin d'année pour la Fed, à 2,75 % au T1 2023 pour la BCE et à 5 % au T1 2023 pour la banque d'Angleterre.
- 2. La remontée des taux à long terme devrait toucher à sa fin :** Historiquement, les taux américains et allemands à 10 ans ont culminé 1 à 2 mois avant la dernière hausse des taux de la banque centrale. Nous avons relevé nos objectifs de taux à 10 ans à 3,5 % aux États-Unis, 2,5 % en Allemagne et 4,5 % au Royaume-Uni.
- 3. Changement de recommandation sur les obligations d'État américaines et anglaises :** Nous sommes passés de Neutres à Positifs sur les obligations d'État américaines pour les investisseurs en dollar vu que le rendement obligataire américain à 10 ans était proche de 4 %. Nous pensons que les obligations d'État anglaises à court terme sont attractives, avec un rendement à 2 ans à environ 4,5 % et une devise au plus bas.
- 4. Changement de recommandation sur les obligations d'entreprises Investment Grade américaines :** Suite à la remontée des taux et à l'élargissement des spreads, nous sommes passés de Neutres à Positifs sur les obligations d'entreprises Investment Grade américaines pour les investisseurs basés en dollar. Le rendement moyen à maturité est de 5,7 %. Nous restons Neutres sur les obligations d'entreprises Investment Grade en EUR, avec un biais en faveur des émetteurs de qualité. Par ailleurs, nous augmentons la durée recommandée à celle de l'indice de référence aux États-Unis (7 ans) et à 3-5 ans dans la zone euro.

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : Changements de recommandations	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Disclaimer	7

VIOLENTS MOUVEMENTS SUR LE TAUX RÉEL À 30 ANS AU ROYAUME-UNI



Source: Refinitiv Datastream, 10/17/2022

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Banques centrales

Combattre l'inflation à tout prix

Le pivot : Alors que l'économie mondiale montre des signes de faiblesse et que l'inflation semble être arrivée à son pic dans plusieurs régions du monde, les investisseurs attendent impatiemment le pivot des banques centrales, c'est-à-dire la fin de la hausse des taux directeurs.

L'espoir est venu d'Australie où la banque centrale n'a augmenté ses taux que de 25 points de base (pb) alors que 50 étaient attendus. Ce début de pivot a été justifié par le ralentissement mondial rapide ainsi que par l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la confiance des consommateurs et sur le marché immobilier.

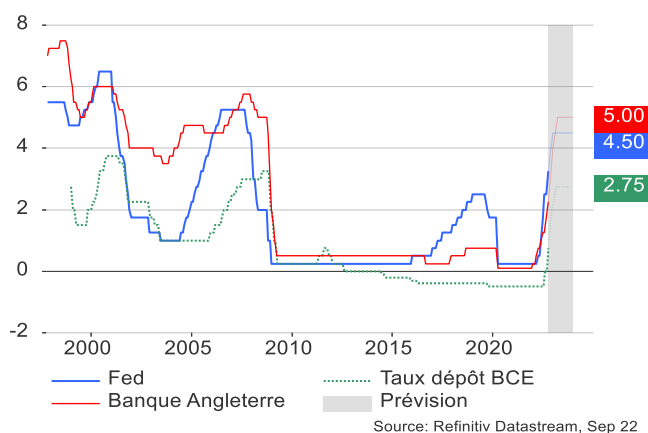
La stabilité financière est aussi souvent évoquée par les investisseurs pour persuader les banques centrales à augmenter les taux directeurs avec plus de prudence. L'Angleterre est le parfait exemple. La forte hausse des taux d'intérêt aurait pu provoquer la faillite de fonds de pension sans l'intervention de la banque centrale. Il ne faut cependant pas confondre son intervention temporaire (via des achats d'obligations d'État à long terme) avec la fin d'une politique monétaire restrictive.

En l'occurrence, nous pensons que la banque centrale d'Angleterre va monter ses taux à 4 % d'ici la fin d'année puis 5 % au T1 2023 (taux de fin de cycle).

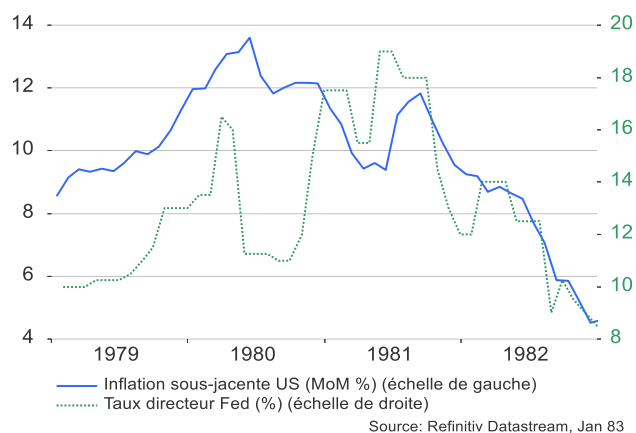
Pas de pivot imminent pour la Fed : Nous avons révisé nos anticipations à la hausse suite au dernier chiffre d'inflation et à la vigueur du marché du travail. Nous anticipons des hausses de taux directeurs de 75pb et 50pb aux deux prochaines réunions. Le taux directeur sera alors de 4,5% à la fin d'année (contre 4% dans notre scénario précédent), ce qui devrait être le taux de fin de cycle.

Pas de pivot imminent pour la BCE : l'inflation est trop élevée et la faiblesse de l'euro n'aide pas. Certains membres du comité de politique monétaire s'inquiètent d'une possible spirale prix-salaire. La BCE pourrait revoir ses projections d'inflation à moyen terme à la hausse suite aux hypothèses trop optimistes prises sur le flux de gaz russe. Nous anticipons une série de hausses de taux aux 4 prochaines réunions, avec 75pb le 27 octobre, pour arriver à un taux de fin de cycle de 2,75 % (contre 2,25 % avant) au T1 2023.

TAUX DIRECTEURS (%)



LA FED VA GARDER DES TAUX ÉLEVÉS POUR ÉVITER QUE L'INFLATION NE REPARTE À LA HAUSSE COMME DANS LES ANNÉES 80



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

La fin de la hausse des taux directeurs n'est pas imminente selon nous, même si l'on voit les risques croissants qui pèsent sur l'activité économique et le marché immobilier. La Fed, la BCE et la banque d'Angleterre devraient continuer à resserrer leurs taux directeurs de manière agressive sur les 2-3 prochaines réunions. Nous anticipons un taux de fin de cycle à 4,50 % en fin d'année pour la Fed, à 2,75 % au T1 2023 pour la BCE et à 5 % au T1 2023 pour la banque d'Angleterre.



Rendements obligataires

Des mouvements massifs

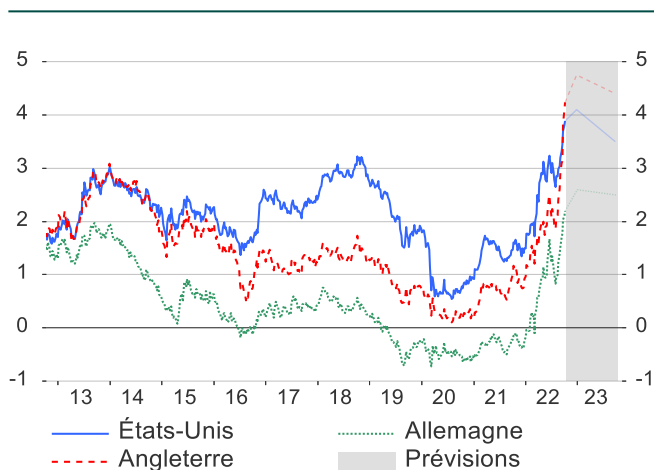
Mis à part une ou deux exceptions, les grandes banques centrales mondiales gardent un ton offensif, faisant de la lutte contre l'inflation leur priorité numéro une, quelles que soient les conséquences sur la croissance. La pression sur les taux à court terme devrait donc persister encore quelques mois.

A horizon douze mois, il est fort probable que l'inflation soit revenue à des niveaux plus acceptables et que sa trajectoire incite les banques centrales à relâcher leurs politiques monétaires restrictives pour essayer d'éviter une récession, notamment aux États-Unis. Le rendement obligataire américain à 10 ans pourrait retomber à 3,5 % dans 12 mois selon nous.

En revanche, les rendements obligataires allemands et britanniques à long terme pourraient se tendre davantage du fait de l'inflation plus persistante dans ces zones. Nos objectifs à 12 mois sont à 2,5 % et 4,5 % respectivement pour les rendements obligataires allemands et britanniques.

Nous sommes passés Positifs sur les obligations d'État américaines pour les investisseurs en dollar, ainsi que sur les obligations d'État anglaises à court terme.

TAUX À 10 ANS



	Maturités (années)	10/10/2022	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	4,31	4
	5	4,14	3,75
	10	3,89	3,5
	30	3,84	3,5
Allemagne	2	1,89	2,25
	5	2,12	2,35
	10	2,32	2,50
	30	2,31	2,60
Royaume-Uni	2	4,35	4,50
	5	4,65	4,50
	10	4,47	4,50
	30	4,71	4,60

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous sommes passés de Neutres à Positifs sur les obligations d'État américaines pour les investisseurs en dollar vu que le rendement obligataire américain à 10 ans était proche de 4 %. Nous pensons que les obligations d'État anglaises à court terme sont attractives, avec un rendement à 2 ans à environ 4,5 % et une devise au plus bas. Nous restons Neutres sur les obligations d'État allemandes.



Thème du mois

Changements de recommandations

Les taux longs devraient bientôt atteindre un pic : Historiquement, les taux américains et allemands à 10 ans ont culminé 1 à 2 mois avant la dernière hausse des taux de la banque centrale. Ainsi, le rendement américain pourrait culminer dans quelques semaines, et dans quelques mois pour son homologue allemand. Des taux plus élevés à très court terme sont possibles, dopés par la rhétorique des banques centrales et une inflation plus élevée que prévu.

Nous relevons notre opinion de Neutre à Positive sur les obligations d'État américaines pour les investisseurs en USD. Le rendement des bons du Trésor américains à 10 ans est proche de 4 % dans un contexte de forte volatilité. Ce niveau a été observé pour la dernière fois en 2010! Les bons du Trésor sont attrayants pour les investisseurs basés en dollar, mais pas forcément pour les investisseurs basés dans une autre devise car ceux-ci s'exposent à un risque de change potentiellement significatif.

Nous identifions une **opportunité d'achat sur les emprunts d'État britanniques à court terme** pour les investisseurs en euros et en USD (cf graphique).

Nous relevons notre opinion de Neutre à Positive sur les obligations d'entreprises Investment Grade aux États-Unis pour les investisseurs en USD. Nous sommes plus à l'aise avec cette prise de risque maintenant que le rendement du bon du Trésor américain est proche de 4 % et que les primes de risque (spreads de crédit) se sont élargies considérablement. Le rendement moyen offert sur la classe d'actifs est de l'ordre de 5,7 % (cf graphique). Le niveau actuel des spreads implique qu'une légère récession est déjà intégrée dans les cours. Le taux de défaut devrait rester faible, probablement autour de 0,9 %. Les valorisations entre classes d'actifs suggèrent de privilégier les obligations Investment Grade par rapport aux obligations à haut rendement (High Yield).

Les investisseurs européens devraient rester plus prudents, en raison de la crise énergétique et de la possible récession à venir. Nous recommandons les obligations d'entreprises Investment Grade à court terme, libellées en EUR, et d'émetteurs de qualité, comme les obligations notées A à 3-5 ans. Elles offrent un rendement à échéance de 4 %.

ENVOLEE DU TAUX À 2 ANS BRITANNIQUE (%)



Source: Refinitiv Datastream, 10/11/2022

RENDEMENT MOYEN DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES INVESTMENT GRADE AMÉRICAINES



Source: Refinitiv Datastream, 10/11/2022

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Ce mois-ci, nous passons de Neutres à Positifs sur les obligations d'État américaines et 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. Par ailleurs, nous augmentons la durée recommandée à celle de l'indice de référence aux États-Unis (7 ans) et à 3-5 ans dans la zone euro.

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	=	<ul style="list-style-type: none"> Eurozone : Privilégier les obligations d'entreprises à court terme et de qualité.
	États-Unis	+	<ul style="list-style-type: none"> États-Unis: vue Positive pour les investisseurs basés en dollar. Privilégier une durée similaire à celle de l'indice de référence (7 ans) Neutres sur les obligations convertibles de la zone euro.
Obligations d'entreprises 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> 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	3,89	---	
Allemagne	2,32	---	
France	2,90	57	0
Italie	4,63	231	0
Espagne	3,48	116	0
Portugal	3,39	107	0
Grèce	4,90	258	3

10/10/2022
Source: Refinitiv Datastream

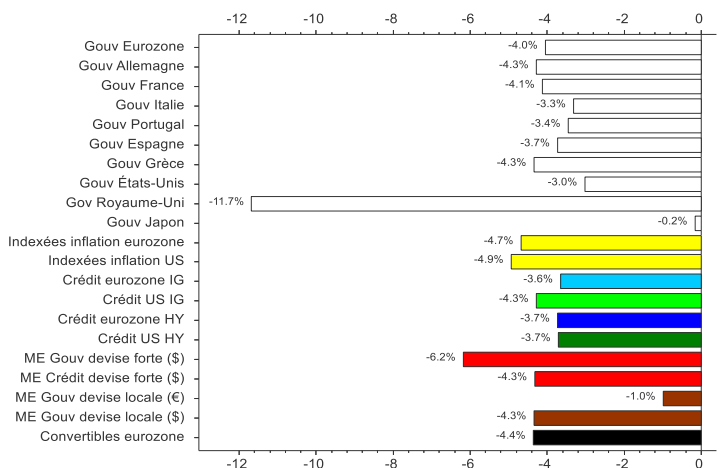
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	3,79	61	6
Obligations d'entreprise IG EUR	4,39	223	26
Obligations d'entreprise IG USD	5,70	154	13
Obligations d'entreprise HY EUR	8,78	615	69
Obligations d'entreprise HY USD	9,28	498	49
Émergents - Obligations d'État en devise forte	8,74	463	47
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	8,83	456	52
Émergents - Obligations d'État en devise locale	4,50	36	-42

10/10/2022
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg



Performances

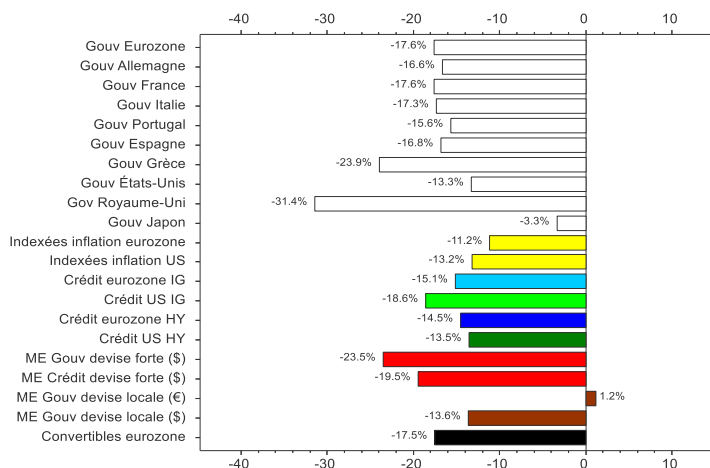
SUR UN MOIS



Source: Refinitiv Datastream, 10/10/2022 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source: Refinitiv Datastream, 10/10/2022 Source : Bloomberg Barclays sauf Convertibles (Exane)

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 GIJSELS
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



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**