

# Focus Stratégie d'Investissement

## Perspectives 2024

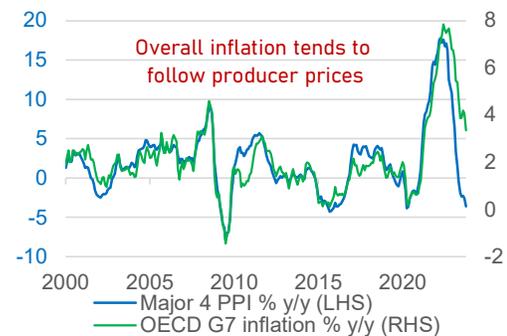
### Synthèse

- 1. De nouvelles surprises sur le front de l'inflation ?** Les prix à la production et les indices de suivi de la chaîne d'approvisionnement impliquent une baisse de l'inflation au cours des prochains mois, tant aux États-Unis qu'en Europe. Du côté des services, l'inflation des loyers ralentit rapidement, tandis que la croissance des salaires ralentit à mesure que le chômage augmente. **Début 2024, une nouvelle tendance à la désinflation mondiale pourrait se dessiner.**
- 2. Bénéficiaire de rendements obligataires et de crédit attractifs.** La fin du mantra « plus élevé pendant plus longtemps » à mesure que l'inflation ralentit, indique une baisse des taux de référence des banques centrales à partir de la mi-2024. La baisse de l'inflation a entraîné une baisse des rendements obligataires, dopant les prix des obligations et du crédit. **Les investisseurs conservateurs disposent toujours d'une opportunité historique de profiter de rendements attractifs.**
- 3. Les actions bénéficient de la hausse de la liquidité et de la baisse des taux longs.** L'amélioration de la liquidité mondiale, la baisse des taux longs et la bonne orientation des bénéficiaires soutiennent la hausse des cours des actions. Seules les « Magnificent 7 » américaines semblent aujourd'hui chères. **En l'absence d'une grave récession mondiale, les actions pourraient continuer à progresser au cours des prochains mois.**
- 4. Les actifs illiquides devraient rebondir grâce à la baisse du coût du levier.** Après une année 2023 difficile en raison de l'envolée des coûts de financement, les actifs illiquides tels que le private equity, la dette privée et les infrastructures devraient afficher de meilleures performances en 2024. **Nous conseillons de diversifier des portefeuilles plus importants au profit d'actifs illiquides offrant un potentiel de performance à long terme plus élevé.**
- 5. Principales convictions pour 2024.** Au sein de l'univers obligataire, nous privilégions le **crédit Investment Grade européen** et les **emprunts d'État émergents**. En ce qui concerne les actions, nous mettons l'accent sur les actions **japonaises** et **latino-américaines**. En matière d'actifs alternatifs, nous privilégions les **métaux précieux** et les **fonds d'infrastructure énergie**.

### Sommaire

Nos 6 principales convictions	2
Tableau d'allocation d'actifs	3
Perspectives de l'économie mondiale 2024	4
Scénarios de risques et devises	5
Liquidité et conditions financières	6
Perspectives des obligations et du crédit	7
Perspectives pour les actions	8
Perspectives pour les matières premières	9
Immobilier, actifs privés	10
Recommandations relatives aux classes d'actifs	11
Tableaux économiques	12
Avertissement	13

### LA BAISSÉ DES PRIX À LA PRODUCTION LAISSE PRÉSAGER D'UNE BAISSÉ DE L'INFLATION MONDIALE



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Note : Principales 4 économies = États-Unis, zone euro, Chine, Japon

Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management

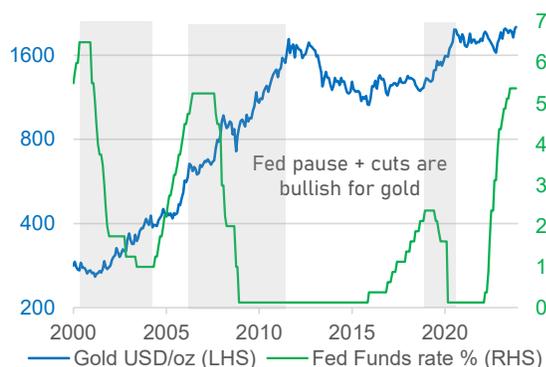


La banque  
d'un monde  
qui change

## Principales convictions pour 2024

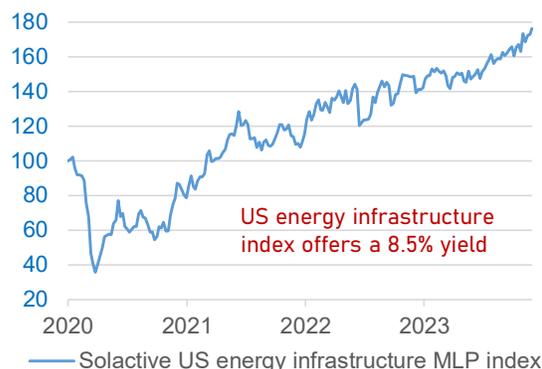
- Obligations : obligations européennes *Investment Grade*.** Le rendement absolu des obligations d'entreprises européennes *Investment Grade* (4,4 %) se situe à son plus haut niveau depuis 11 ans, tandis que les spreads de crédit restent largement supérieurs à leur moyenne historique sur 10 ans. Même lors des pires récessions, les obligations *Investment Grade* n'ont jamais connu de taux de défaut annuel supérieur à 1 %. Le recul de l'inflation au sein de la zone euro devrait induire une baisse des rendements des emprunts d'État européens. *A court terme (2-5 ans), le crédit IG européen offre le meilleur couple risque-rendement.*
- Obligations : emprunts d'État émergents (devise locale).** Un rendement brut attractif de 6,3 %, une appréciation des devises émergentes face à un dollar plus faible, les banques centrales des marchés émergents, qui, abaissent désormais leurs taux de référence à mesure que les pressions inflationnistes s'atténuent à un rythme plus élevé que celui anticipé par les marchés sont autant de facteurs favorables aux emprunts d'État des marchés émergents. *Des fonds d'obligations souveraines émergentes libellées en devise locale.*
- Actifs alternatifs : métaux précieux (or, argent).** Portés par I) la poursuite des achats des banques centrales, II) la baisse des rendements obligataires, III) un dollar américain plus faible et IV) les tensions géopolitiques mondiales, l'or est revenu à des sommets historiques. Il convient également de noter que l'or a généralement très bien performé durant les périodes de baisse des taux de la Fed. Nous apprécions les avantages des métaux précieux en termes de diversification, qui sont aujourd'hui de plus en plus important dans un portefeuille équilibré. *Or physique, argent, métaux précieux miniers.*
- Actions : valeurs japonaises.** La forte performance de l'indice en devise locale en 2023 est le fruit d'une campagne impressionnante d'amélioration structurelle de la rentabilité, de débouclage des participations croisées, de réduction des soldes de trésorerie et de rendement pour les actionnaires via des rachats d'actions et des dividendes. Les valorisations restent modestes et une nouvelle amélioration de la rentabilité est attendue en 2024. Cela devrait soutenir la croissance des bénéfices et des dividendes. Les investisseurs étrangers restent sous-investis sur le Japon par rapport aux indices de référence mondiaux, en raison de la faiblesse de la devise nippone. *Fonds actions japonaises.*
- Actions : actions d'Amérique latine.** L'exposition élevée aux matières premières (énergie, métaux), la vigueur de la croissance nominale et l'appréciation des devises constituent trois moteurs de surperformance des actions brésiliennes et mexicaines. Les valorisations restent bon marché (ratio cours/bénéfices 8x pour le Brésil et 13x pour les actions mexicaines), tandis que la vigueur du real brésilien et du peso mexicain a également contribué à la performance en dollars américains et en euros. *Fonds d'actions latino-américaines, ETF.*
- Infrastructure cotée : infrastructures énergétiques et MLP aux Etats-Unis (Master Limited Partnerships).** Ces infrastructures énergétiques englobent les pipelines et les réseaux de stockage d'énergie (pétrole et gaz) et sont moins régies par le prix du pétrole et du gaz, mais davantage par le volume d'énergie transporté, traité et stocké. La production américaine de pétrole et de gaz ayant atteint un nouveau point haut historique de plus de 13 millions de barils/jour, ces entreprises du secteur des infrastructures énergétiques offrent une croissance relativement stable et un rendement des revenus généreux. *Fonds et ETF axés sur les infrastructures énergétiques/MLP.*

### TROIS REBONDS IMPRESSIONNANTS DE L'OR DURANT LES CYCLES DE PAUSE/BAISSE DES TAUX DE LA FED



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

### SOLIDE PERFORMANCE DES INFRASTRUCTURES ÉNERGÉTIQUES AMÉRICAINES DEPUIS MARS 2020

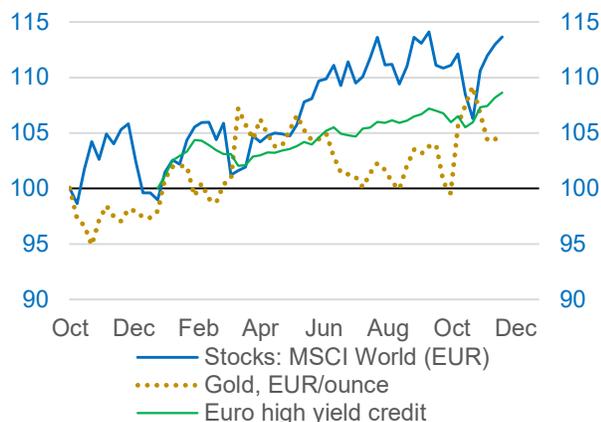


Source : BNP Paribas, Bloomberg.



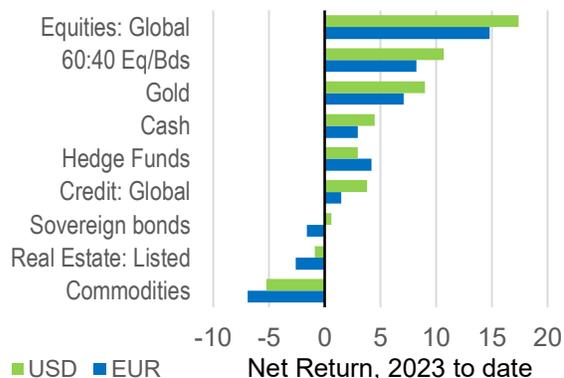
## Rebond marqué des marchés d'actions en novembre

### DES ACTIONS SOLIDES, UN RENDEMENT ÉLEVÉ



Source : BNP Paribas, Bloomberg. Note : Indices de rendement total en euros

### ACTIONS ET OR EN TÊTE CETTE ANNÉE



Source : BNP Paribas, Bloomberg. Remarque : Indices de rendement total

## Allocation d'actifs : les actions atteignent de nouveaux sommets annuels

### Perspectives Synthèse

	Forte sous-pondération	Sous-pondération	Neutre	Surpondération	Forte Surpondération
Actions				+	
obligations d'Etat			=		
Obligations d'entreprises				+	
Immobilier			=		
Actifs alternatifs				+	
Liquidités		-			

NB : les produits alternatifs comprennent les matières premières, les infrastructures et les fonds alternatifs UCITS/hedge.



## Perspectives de l'économie mondiale 2024

Guy Ertz

### Un mal nécessaire

La croissance économique ralentit principalement en raison de la forte hausse des taux d'intérêt. C'est le mal nécessaire pour ramener durablement l'inflation à des niveaux cibles. Jusqu'à présent, la forte inflation a pesé sur la confiance des consommateurs. À ce stade, les États-Unis ont mieux résisté que la zone euro compte tenu du niveau élevé de l'épargne des ménages. Cela devrait, selon toute vraisemblance, ne pas se reproduire à l'avenir. Le recul des pressions inflationnistes et l'amélioration du pouvoir d'achat devraient contribuer à renforcer progressivement la confiance des consommateurs et, par conséquent, la demande au sein de la plupart des pays. Nous anticipons une faiblesse accrue des États-Unis par rapport à la zone euro au cours des prochains mois, dans la mesure où certains des effets négatifs des taux d'intérêt élevés, en particulier les taux hypothécaires, continueront de pénaliser la croissance.

#### Les récessions devraient être modérées et de durée limitée.

Il est peu probable que les entreprises commencent à réduire leurs effectifs compte tenu de la perception d'une pénurie de travailleurs qualifiés. La vigueur des marchés de l'emploi et le sentiment des ménages sur le fait que l'emploi restera élevé laissent penser que la demande des consommateurs ne devrait pas baisser (voir graphique). Une forte baisse des prix de l'immobilier aux États-Unis semble également peu probable, dans la mesure où l'offre de logements reste limitée par rapport à la demande des ménages. La baisse des taux d'intérêt en 2024 devrait également favoriser une reprise progressive. **Nous anticipons une croissance réelle proche de zéro aux États-Unis au cours des deux premiers trimestres de 2024, avec une progression de 0,9 % sur l'ensemble de l'année.** Dans la zone euro, l'essentiel de la faiblesse de la croissance se produit actuellement et nous n'anticipons qu'une accélération en 2025 avec un chiffre annuel de 0,6 %. Ce chiffre est légèrement inférieur au consensus (Bloomberg). Pour 2025, le consensus prévoit 1,8 % et 1,5 % dans la zone euro.

### La désinflation va se poursuivre

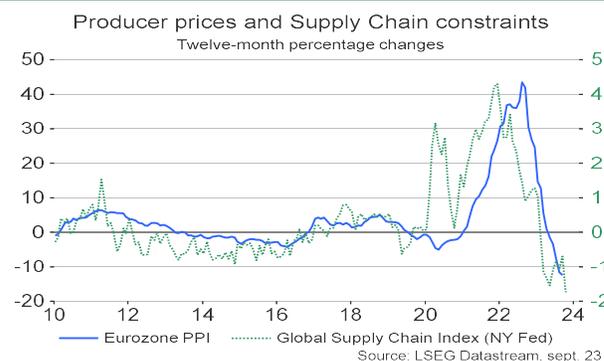
L'inflation a continué de baisser ces derniers mois. L'inflation globale aux États-Unis a reculé de 9 % à 3,2 % en septembre. En Europe, l'inflation a reculé de 10 % à 2,4 %. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a récemment atteint un sommet et a été publiée pour la dernière fois à 4 % aux États-Unis et à 3,6 % dans la zone euro. Les prix des biens ont baissé rapidement, grâce à la normalisation des chaînes d'approvisionnement (voir graphique ci-dessous). L'inflation des services reste stable, mais nous observons des signes avant-coureurs d'un changement de tendance. Les secteurs liés au tourisme et à la restauration ont subi d'énormes pressions sur les prix, mais commencent à se normaliser. **Dans l'ensemble, l'inflation a commencé à surprendre à la baisse.**

Dans les enquêtes auprès des entreprises, la proportion des entreprises faisant état d'une hausse des prix des intrants a chuté depuis leurs points hauts dans la plupart des pays. Toutefois, une faible majorité d'entre elles continuent d'observer des hausses de prix, en particulier dans le secteur des services. Les anticipations d'inflation ont été revues à la baisse depuis leurs points hauts, tant sur la base des valorisations des actifs financiers que des enquêtes. Nous pensons que la tendance à la désinflation devrait se poursuivre au cours de l'année à venir. Ce processus devrait être un peu plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro, avec une inflation anticipée à 2,6 % en 2024 aux États-Unis et à 2,2 % dans la zone euro. Cela est nettement inférieur au consensus pour les deux régions. L'inflation devrait atteindre environ 2 % dans la plupart des pays industriels d'ici début 2025. **La désinflation se poursuit également dans les économies émergentes. Nous anticipons une baisse des pressions inflationnistes au sein de la plupart de ces pays en 2024.** La seule exception est la Chine, où l'inflation est restée proche de zéro cette année. Nous anticipons une hausse jusqu'à 2 % en moyenne en 2024.

#### VIGUEUR DU MARCHÉ DE L'EMPLOI



#### DE PUISSANTS MOTEURS DE DÉSINFLATION



## Risques et devises en 2024

Guy Ertz

### Scénarios alternatifs

Le principal risque qui pèse sur notre scénario central est celui d'une récession plus profonde que prévu dans les principales économies, en particulier aux États-Unis. Comme indiqué précédemment, la raison principale pour laquelle nous anticipons une récession modérée est que les pertes d'emplois devraient être inférieures à la normale alors que l'économie ralentit. Nous pensons, cependant, qu'il est nécessaire de suivre cela de près ; l'un des indicateurs clés à suivre sera celui des pertes d'emplois, en particulier les demandes d'allocations chômage aux États-Unis, car ces données sont publiées chaque semaine. Une récession plus profonde pourrait entraîner une chute des prix des actions et des obligations d'entreprises (en particulier à haut rendement), tandis que les emprunts d'État et l'or devraient en profiter.

Un autre risque est lié à une nouvelle flambée des prix du pétrole résultant de l'élargissement du conflit au Moyen-Orient. La probabilité d'un tel scénario nous semble relativement faible.

L'agenda politique pour l'année prochaine est très chargé avec des élections en Inde, au Mexique et en Allemagne, ainsi que pour le Parlement européen, sans oublier les élections présidentielles américaines en Novembre (voir ci-dessous). Ces élections seront essentielles pour surveiller les signes d'un virage protectionniste, de démondialisation et d'intensification des tensions géopolitiques.

Il est également fort probable que les marchés financiers puissent connaître un scénario plus positif. Notre scénario de base est un peu plus prudent que le consensus et il est possible que l'inflation continue de baisser sans impact négatif majeur sur la croissance et le chômage. Une inflation plus faible permettrait aux banques centrales de baisser leurs taux, tandis que la résilience de l'économie soutiendrait la croissance des bénéfices. Cela profiterait à la plupart des classes d'actifs.

#### PROGRAMME POLITIQUE

2024	Country	Political Event	Implications
13-Jan	Taiwan	Leader and legislative elections	Currently, three parties have nominated candidates for the leader election.
April/May	India	Parliamentary elections	We expect the government to continue to announce measures to boost the manufacturing sector.
2-Jun	Mexico	Presidential election; Chamber of Deputies and Senate	Market focus could shift to Congress and the Senate.
4-Jun	US	Last day to hold presidential primary elections or caucuses	
9-Jun	EU	Parliamentary elections	Strong showing for populist parties could complicate EU decision-making.
Autumn	Germany	States elections - Saxony, Brandenburg, Thuringia	Could alter the probability for a change in government following the 2025 federal elections.
5-Nov	US	General elections	Contests for presidency, 33 Senate seats, House of Representatives, governorships, state legislatures, etc.

Source : BNP Paribas - UBS.

### Convictions sur les devises 2024

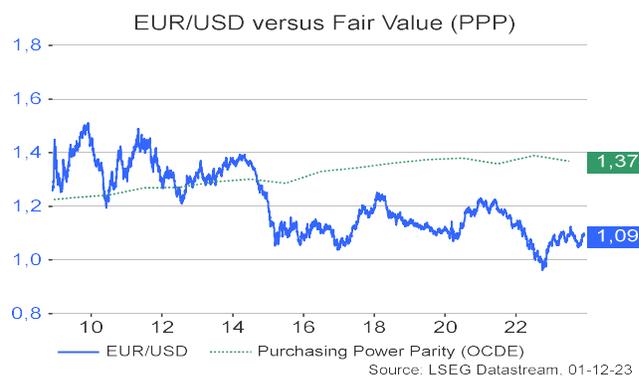
Maintenant que la plupart des pays ont probablement atteint leur taux finaux, la question clé pour 2024 est de savoir quelles seront les premières baisses de taux et dans quelle mesure. La Réserve fédérale américaine devrait commencer par abaisser ses taux d'intérêt, réduisant ainsi le différentiel d'intérêt par rapport à la plupart des autres pays. L'une des principales tendances en 2024 devrait être un affaiblissement généralisé du dollar américain. Nous anticipons également une appréciation du yen, la Banque du Japon devant mettre un terme à sa politique de contrôle de la courbe des taux.

Aux États-Unis, nous pensons que la Fed maintiendra son taux directeur entre 5,25 % et 5,5 % jusqu'en juin 2024. Nous devrions alors assister à des baisses de taux de 125 pb à la fin de l'année.

En zone euro, nous pensons que la BCE a atteint son taux terminal à 4 % après 10 hausses consécutives. Nous anticipons une baisse des taux de la BCE de 75 pb à partir de septembre 2024. Les différentiels de taux devraient donc évoluer au cours des prochains mois en faveur de l'euro. De plus, la parité euro/dollar a atteint la fin d'un cycle de parité de pouvoir d'achat (PPA) de huit ans, ce qui favorise désormais l'euro. **Nous maintenons notre objectif EUR/USD 3 mois de 1,06 USD et notre objectif 12 mois de 1,15 USD.**

Le yen est la devise la plus sous-évaluée au regard de sa parité de pouvoir d'achat (PPA). L'écart avec cette valeur de PPA s'est même creusé. Nous anticipons la fin du contrôle de la courbe des taux au deuxième trimestre 2024, qui pourrait donner lieu à une hausse des taux d'intérêt. Cela réduirait le différentiel de taux d'intérêt avec les autres pays clés, en particulier compte tenu des baisses de taux que nous attendons de la plupart des autres banques centrales en 2024. **Notre objectif à 3 mois USD/JPY reste de 145 JPY et notre objectif à 12 mois est de 134 JPY.**

#### DOLLAR TOUJOURS SURÉVALUÉ



## Perspectives de liquidité et conditions financières

### La liquidité mondiale devrait augmenter en 2024

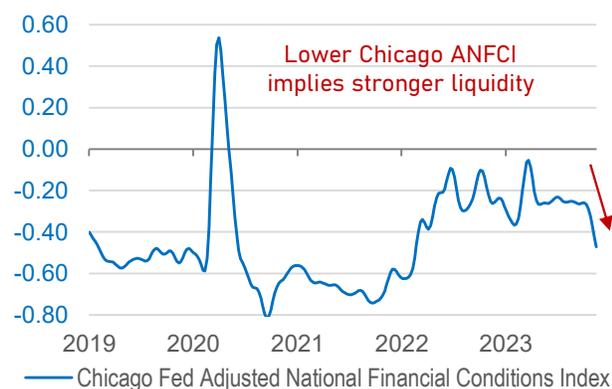
Depuis la crise financière de 2008, les principaux marchés financiers, tels que les marchés d'actions et d'obligations, ont été de plus en plus influencés par les flux de liquidités mondiaux. Les taux d'intérêt extrêmement faibles et les injections massives de liquidités par les banques centrales à travers le monde afin de soutenir l'économie mondiale ont stimulé les niveaux globaux de liquidités macroéconomiques.

Cependant, le changement en 2022 de politique des banques centrales en matière de relèvement des taux d'intérêt et la réduction de leurs bilans ont resserré la liquidité mondiale et accru les tensions financières. Cela explique en grande partie la mauvaise performance des marchés d'actions et d'obligations entre janvier et octobre de la même année. Cependant, la liquidité américaine s'est récemment améliorée (sur la base de l'indice des conditions financières nationales ajustées de la Fed de Chicago). Cela s'explique en grande partie par la fin du cycle de relèvement des taux d'intérêt des banques centrales, celles-ci étant désormais plus nombreuses à réduire plutôt qu'à relever leurs taux directeurs.

A l'approche de 2024, nous pouvons nous attendre à des baisses de taux d'intérêt et, éventuellement, à une révision des politiques des banques centrales consistant à retirer des liquidités via une réduction de leurs bilans. Notre prévision d'une récession technique aux États-Unis en 2024 ne suffit pas à compenser l'effet favorable de la baisse des taux sur la liquidité et la fin potentielle des ventes d'obligations par les banques centrales.

Le potentiel de dépréciation du dollar américain par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, alors que la Réserve fédérale s'apprête à réduire le taux des fonds fédéraux, pourrait également soutenir les flux de liquidités. Dans le passé, l'orientation du dollar américain était fortement corrélée aux flux de liquidité mondiaux, un dollar plus faible coïncidant généralement avec une liquidité plus forte.

### L'INDICE NFCI AJUSTÉ DE LA FED DE CHICAGO INDIQUE UN RENFORCEMENT DE LA LIQUIDITÉ AMÉRICAINE



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

### Les indices de tensions financières peuvent-ils atteindre les plus bas de 2021 ?

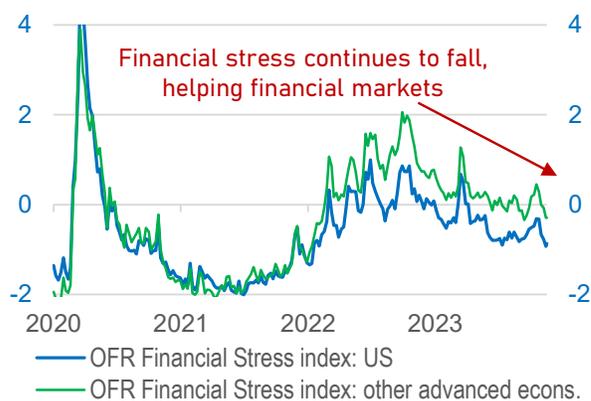
Depuis octobre 2022, les tensions financières se sont considérablement atténuées grâce à un certain nombre de facteurs, dont le ralentissement de l'inflation, la baisse des spreads de crédit et la baisse de la volatilité des obligations, des actions et des devises.

Bien que les indices de tensions financières continuent de baisser à court terme, la question se pose de savoir si cette baisse des tensions peut se poursuivre, tandis que les effets retardés de la hausse des taux d'intérêt continuent d'affecter la croissance économique. Rappelons que les effets des hausses de taux du Fonds fédéral n'ont généralement pas leur plein impact économique pendant au moins 12 mois. En novembre 2022, le taux des fonds fédéraux s'élevait à 4 %, soit 1,5 % de moins que le taux actuel de 5,5 %. En revanche, les rendements des obligations américaines et de la zone euro à 10 ans avaient déjà atteint des niveaux proches des rendements actuels en novembre 2022.

Néanmoins, compte tenu du ralentissement de la dynamique économique américaine et de la stagnation de l'économie européenne, nous pourrions assister à une hausse des tensions sur les spreads de crédit à l'aube de 2024, avec des répercussions sous forme d'une volatilité accrue des marchés financiers.

Mais selon nous, la clé de la trajectoire des conditions financières dans leur ensemble restera l'orientation des taux d'intérêt à long terme. Dans l'éventualité d'une poursuite de la baisse, comme nous l'anticipons (vers 3,75 % en 12 mois pour le rendement des bons du Trésor américains à 10 ans), les tensions financières pourraient dans l'ensemble poursuivre leur baisse. Cela permettrait de soutenir la poursuite des investissements dans les actions, les obligations d'entreprises et d'autres classes d'actifs risqués.

### LA BAISSÉ DES TENSIONS FINANCIÈRES FAVORISE LES ACTIONS ET LES OBLIGATIONS



Source : BNP Paribas, Bloomberg.



## Perspectives des obligations et du crédit

### Les obligations souveraines se remettent peu à peu du traumatisme de 2022

Les obligations souveraines des pays développés ont commencé à se remettre des baisses record infligées entre août 2021 et octobre 2022, sous l'effet conjugué de taux d'inflation élevés depuis dix ans et du cycle de relèvement des taux le plus rapide depuis les années 1970. Les bons du Trésor américain ont généré des performances stables entre début 2023 et fin novembre, tandis que les emprunts d'État de la zone euro ont généré une performance de 4 %.

D'une part, les rendements obligataires à court et long terme restent à leur plus haut niveau depuis plus de 15 ans en Europe et aux États-Unis, ce qui stimule la demande des fonds de pension et des investisseurs en quête de revenus. D'autre part, l'offre des gouvernements des pays développés est également considérable, les émissions nettes d'obligations du Trésor américain atteignant leur deuxième niveau annuel le plus élevé jamais enregistré en 2023.

Nous pensons que les perspectives à moyen terme des marchés obligataires sont davantage influencées par les fondamentaux économiques de la croissance et de l'inflation que par des facteurs liés à l'offre et à la demande. L'inflation globale continue de baisser rapidement tant aux États-Unis qu'en Europe, la hausse des taux freinant la croissance, ce qui fait baisser les points morts d'inflation à 10 ans à 2,3 % aux États-Unis et à 2,2 % en Allemagne.

Selon Columbia Threadneedle, les bons du Trésor américain à 10 ans ont généré une performance moyenne de 11,6 % au cours des 12 mois qui ont suivi une pause dans les taux de la Fed, avec un taux d'atteinte de 100 % (7 sur 7). Fin novembre, les obligations américaines à 10 ans (hors pair) ont gagné 2 % depuis la pause de la Fed fin juillet, ce qui laisse présager d'une performance plus robuste au cours des huit prochains mois. Nous privilégions les bons du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) par rapport aux bons du Trésor nominaux, compte tenu des rendements réels élevés et de leur surperformance historique.

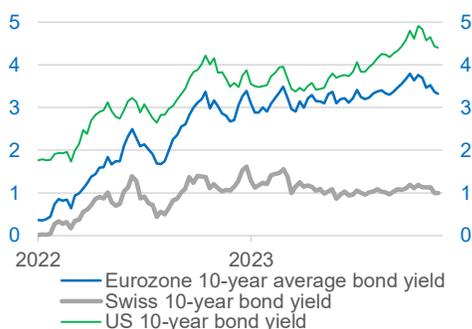
### Les rendements des obligations d'entreprises devraient largement suivre ceux des emprunts d'État

Les spreads de crédit Investment Grade sont actuellement plus généreux pour les obligations d'entreprises européennes BBB (1,7 %) que pour le crédit américain BBB (1,3 %), ce qui reflète une valeur relative légèrement supérieure pour le crédit IG européen. Toutefois, étant donné la différence de durée effective entre les deux univers (4,6 ans pour le crédit européen contre 6,6 ans pour le crédit américain) et le rendement sous-jacent supérieur des bons du Trésor américain à 7 ans, les rendements à l'échéance sont toujours plus élevés pour le crédit IG américain, à 5,8 % bruts contre 4,6 % pour le crédit IG européen.

Les spreads de crédit reflètent principalement le risque de défaut ; notons que le taux de défaut le plus élevé jamais enregistré sur un an pour les obligations notées BBB était de 1 % (selon S & P Global), et ce durant une récession profonde et douloureuse. Aujourd'hui, la majorité des bilans des entreprises sont dans l'ensemble relativement sains et bénéficient de flux de trésorerie robustes. En outre, nous n'anticipons pas de récession profonde ou prolongée. Ainsi, les spreads de crédit actuels semblent corrects, voire surévalués. **Les investisseurs en euros devraient privilégier les obligations d'entreprises Investment Grade libellées en euro, les coûts de couverture EUR/USD s'élevant à 1,8 % sur 1 an.**

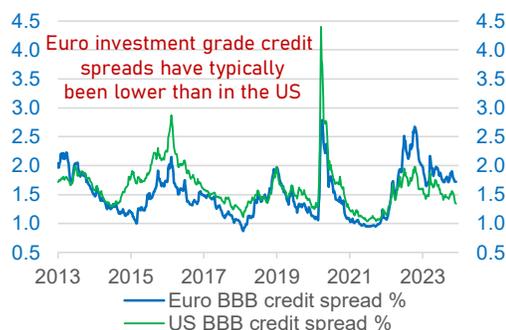
**Valeur sélective dans les segments High Yield et Mortgage :** les spreads du haut rendement américain sont inférieurs à leur moyenne de 2010-23, n'offrant donc pas de valeur particulière par rapport à leur moyenne historique, même si le rendement brut actuel de 8,4 % semble attractif. Cependant, certains segments nous semblent intéressants, notamment les *fallen angels* (auparavant notés Investment Grade et rétrogradés dans la catégorie High Yield). **Les obligations adossées à des hypothèques d'agences américaines** offrent un spread de 0,9 % par rapport aux bons du Trésor américain équivalents et un rendement de 5,2 % à l'heure actuelle, ce qui représente un point d'entrée attractif sur un segment obligataire peu risqué.

### LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS SOUVERAINES À 10 ANS ONT ATTEINT UN SOMMET APRÈS LA FED



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

### LE CRÉDIT INVESTMENT GRADE EUROPÉEN OFFRE UN SPREAD PLUS ÉLEVÉ QU'ÀUX ETATS-UNIS



Source : BNP Paribas, Bloomberg.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Perspectives sur les actions

### 3 facteurs : bénéfiques, rendements obligataires, liquidité

L'orientation des marchés boursiers en 2024 dépendra particulièrement de trois facteurs.

#### La liquidité sera le facteur clé de la demande en actions.

L'augmentation de la liquidité mondiale et l'assouplissement des conditions financières sont favorables aux actions. Les rachats d'actions par les entreprises devraient avoir un impact positif sur la demande à court terme, alors qu'il y aura un manque de nouvelles émissions sur le marché. Ce net rétrécissement de l'offre suggère un environnement modérément favorable aux actions.

#### Il convient également de tenir compte des valorisations.

D'une manière générale, elles restent bon marché par rapport à leur moyenne historique pour les actions américaines (hors mégacaps), européennes, britanniques, japonaises et émergentes, quand on regarde plusieurs indicateurs tels que le ratio cours/bénéfices. Cependant, des valorisations plus élevées nécessiteront une baisse des taux d'intérêt à long terme, c'est-à-dire une baisse des rendements des obligations à 10 ans.

Enfin, la **dynamique des bénéfiques** sera déterminante dans un contexte d'absence de croissance dans la zone euro et de nos anticipations de ralentissement économique aux États-Unis au premier semestre 2024. Parmi ces trois facteurs clés évoqués, il s'agit de celui sur lequel nous avons le plus de doutes. Jusqu'à présent, les taux d'inflation élevés sur dix ans ont permis aux entreprises d'accroître leurs marges bénéficiaires, car elles ont profité de leur pouvoir de fixation des prix, tandis que la vigueur de la demande des consommateurs a également soutenu la croissance du chiffre d'affaires. Compte tenu de la baisse de confiance des consommateurs et du recul de l'inflation générale vers des niveaux plus raisonnables, ces deux facteurs de soutien des bénéfices s'essouffent. Jusqu'à présent, ces risques potentiels n'ont pas eu d'incidence sur les prévisions de bénéfices. Mais cela pourrait changer si les perspectives économiques se détériorent.

### Les actions marquent une pause comme la Fed, mais nous n'anticipons pas de récession « réelle »

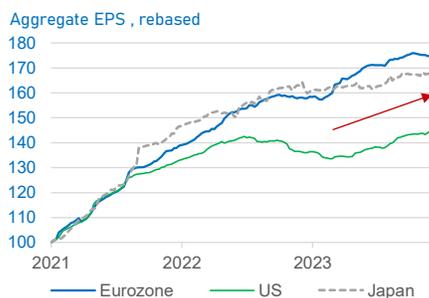
Les actions américaines ont traditionnellement progressé de l'ordre de 13 % sur les six mois suivant une pause de la Fed. Depuis la dernière hausse des taux à 5,5 % fin juillet, les actions américaines n'ont pas progressé. Jusqu'à la fin du mois de janvier 2024, les actions internationales pourraient ainsi bénéficier d'une plus grande certitude quant à la fin du cycle de hausse des taux des banques centrales, si nous suivons le schéma habituel après une pause de la Fed.

La véritable question pour les actions en 2024 concerne la durée et l'ampleur de la récession américaine. En cas de récession, tout marché baissier commence généralement un mois environ après la première baisse des taux de la Fed, le ralentissement économique devenant évident. La Fed devrait commencer à réduire ses taux directeurs au mois de juin, ce qui laisse penser que **le deuxième semestre 24 moment sera probablement favorable aux actions**

Au cours des récessions de 1980 et 1990, les actions n'ont subi qu'une légère correction avant de renouer avec leur tendance haussière à long terme. En revanche, en 2000 et 2008, les actions ont subi d'importants marchés baissiers en raison de l'éclatement de la bulle technologique et d'une crise financière, ce qui a provoqué une baisse de 29 % et 37 % des bénéfices de l'indice S & P 500. Selon nous, la clé est de savoir si le taux de chômage n'augmente que modestement (comme en 1990-92) ou de manière spectaculaire (comme en 2007-09).

Dans la mesure où nous n'anticipons qu'une légère récession aux États-Unis en 2024, nous pensons que la hausse du taux de chômage devrait être faible. Cela implique un impact négatif modéré sur les bénéfices des entreprises en 2024, et donc des risques moindres pour la dynamique des marchés d'actions au cours du deuxième semestre 24. **Ces facteurs nous poussent à maintenir notre opinion positive sur les actions mondiales pour le moment.**

### EN 2023, LES PRÉVISIONS DE BPA DES MARCHÉS D' ACTIONS ONT AUGMENTÉ

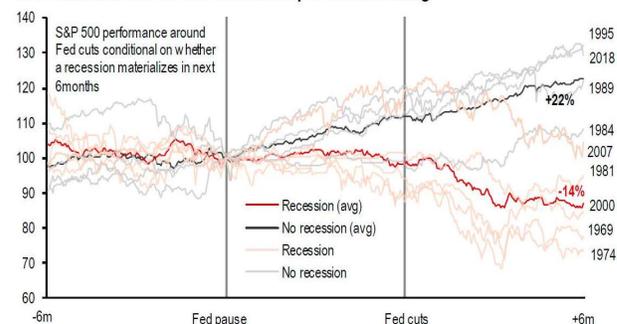


Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Note : Estimations de BPA du consensus à 12 mois.

### LA PAUSE DE LA FED EST BONNE POUR LES ACTIONS SUR 6 MOIS, PUIS LE SCÉNARIO DE RÉCESSION EST DÉTERMINANT

#### 19. Performance of S&P 500 around Fed pauses and easing



Source: FTSE Russell, Factset, HSBC

Source: FTSE Russell, Factset, HSBC



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Perspectives pour les matières premières

Xavier Timmermans

### Pétrole

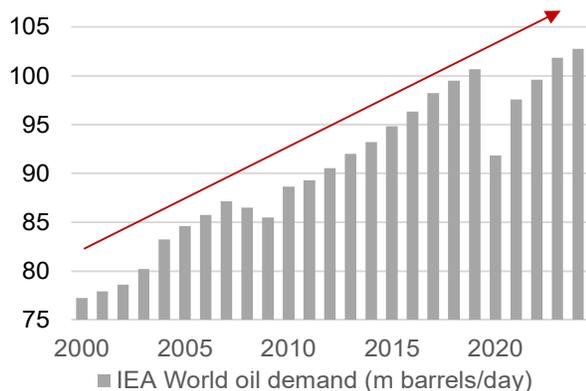
La demande mondiale de pétrole devrait continuer de croître en 2024 malgré un ralentissement économique. Les pays émergents (Inde, Chine) devraient soutenir cette croissance, de même que les États-Unis résistants et une Europe stable.

Du côté de l'offre, les producteurs non-OPEP + (États-Unis, Guyane, Brésil, Argentine) pourraient surprendre en répondant à la croissance de la demande. L'alliance OPEP + doit maintenir ses réductions de production au cours des premiers mois de 2024 afin d'équilibrer les marchés. L'Arabie Saoudite, qui est à la tête de l'alliance avec la Russie, représente l'essentiel des réductions et tente de parvenir à un partage plus large des réductions de production à effectuer parmi les membres de l'OPEC, ce qui pourrait engendrer des tensions et de la volatilité des prix.

En 2024, la gestion de l'offre par l'OPEP + sera déterminante. Les mesures prises ayant relativement soutenu les prix, il y a de fortes chances que cette politique se poursuive. Les craintes de récession en ce début d'année pourraient peser sur les prix début 2024, mais la lente reprise anticipée au second semestre 2024 devrait ramener le cours du pétrole brut **Brent dans la fourchette des 85-95 dollars**.

Même en ne tenant pas compte des risques géopolitiques, les prix du pétrole brut devraient rester élevés dans les prochaines années, en raison de la demande croissante des marchés émergents et des coûts colossaux liés à la décarbonisation. Cela est positif pour l'ensemble du secteur de l'énergie, y compris les énergies alternatives.

### LA DEMANDE MONDIALE DE PÉTROLE DEVRAIT ATTEINDRE UN NOUVEAU RECORD



Source : BNP Paribas, Bloomberg.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

### Métaux de base

Les perspectives à court terme restent assombries par la récession de l'industrie européenne et par la crise immobilière en Chine. On assiste cependant à une amélioration, l'indice PMI manufacturier ayant atteint un point bas et les autorités chinoises ayant finalement décidé d'aider les promoteurs immobiliers. Il faudra bien à un moment donné (peut-être au printemps 2024) reconstituer les stocks de métaux ce qui devrait amplifier la reprise des prix.

Les perspectives à moyen terme restent très positives en raison des besoins considérables liés à la transition énergétique, tandis que l'offre est inélastique. Les indices miniers et les fonds de ressources de base montrent des signes de stabilisation. Les producteurs de métaux de base restent nos principales convictions à moyen terme.

### Métaux précieux

L'or a une nouvelle fois prouvé sa valeur en tant que couverture contre le risque géopolitique inattendu. Le lingot pourrait conserver ses gains réalisés après l'attaque du Hamas grâce à la baisse des rendements obligataires et à la dépréciation du dollar américain.

Les achats nets d'or de la banque centrale sur les trois premiers trimestres 2023 dépassent de 14 % ceux de 2022 (800 tonnes), soit le niveau le plus élevé jamais enregistré sur une période de neuf mois. Cette tendance devrait se poursuivre dans la mesure où des pays tels que la Chine et l'Inde continuent de diversifier leurs réserves hors des États-Unis. Une hausse saisonnière de la demande physique chinoise à l'approche du Nouvel An lunaire de la mi-février pourrait également soutenir une fourchette de trading plus élevée.

Les mines d'or sont restées à la traîne par rapport au prix du lingot or de manière inhabituelle, en partie du fait des coûts énergétiques et des coupures d'électricité qui ont affecté leurs bénéfices. Mais le contexte s'améliore grâce à la baisse des prix de l'énergie et des matériaux. Ainsi, un rattrapage semble donc s'imposer.

### L'OR SE RAPPROCHE D'UN NOUVEAU PLUS HAUT HISTORIQUE



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Note : Les zones grisées sont les périodes de pause/baisse des taux de la Fed

La banque  
d'un monde  
qui change

## Immobilier, perspectives des actifs privés

### Stabilisation de l'immobilier en vue, post-choc de taux

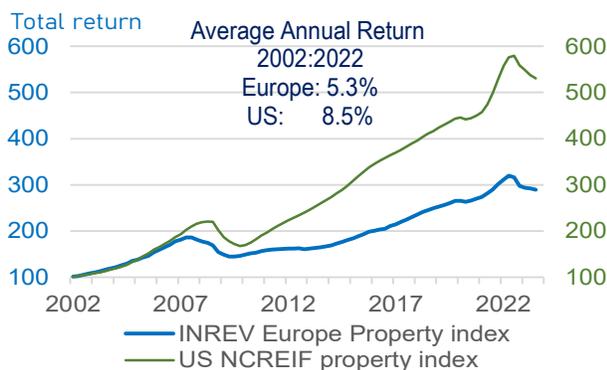
Après des années de performance positive et régulière de l'immobilier à long terme depuis 2010, 2023 a été une année de retournement du marché de l'immobilier commercial et de ses valorisations, déclenché par la forte hausse des taux d'intérêt à court et long terme.

Les taux d'intérêt à long terme et le niveau de l'emploi sont les deux principaux moteurs de la demande et des prix dans le secteur immobilier. Les taux longs se sont déjà détendus depuis leur récent pic, tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Nous anticipons une nouvelle baisse des rendements des obligations américaines à 10 ans au cours des 12 prochains mois, à près de 3,75 %, ainsi qu'une baisse des taux de référence des banques centrales du G10 à partir de la mi-2024. De surcroît, nous pensons que les niveaux historiquement élevés actuels du marché de l'emploi total devraient se maintenir, soutenant la demande d'immobilier résidentiel et commercial.

D'après nos collègues de BNP Paribas Real Estate, c'est dans les secteurs résidentiel et de la logistique, où la demande sous-jacente est la plus forte, que l'on devrait observer la plus forte progression des loyers sur les 5 prochaines années. La demande côté logistique reste tirée par la croissance des modèles de vente en ligne et de "click and collect", et favorise une croissance robuste des loyers. Etant donné les faibles ratios d'accessibilité dans de nombreux pays, la demande de location résidentielle devrait rester solide en 2024 car les gens étant dans l'impossibilité d'acheter leur logement se retrouvent à devoir louer plus longtemps.

La demande de bureaux est impactée par la tendance du télétravail, ce qui touche principalement la demande de bureaux secondaires. Les bureaux haut de gamme en Europe continuent eux de bénéficier d'une demande solide. La baisse de l'investissement immobilier cette année se traduira par un resserrement de l'équilibre entre l'offre et la demande en 2024-25, ce qui soutiendra les valeurs au même titre que les effets positifs induits par la baisse des taux d'intérêt.

### FONDS IMMOBILIERS EUROPÉENS : -2,6 % DE RENDEMENT SUR 9 M 2023 ; FONDS AMÉRICAINS -5,1 %



Source : BNP Paribas, INREV, NCREIF.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

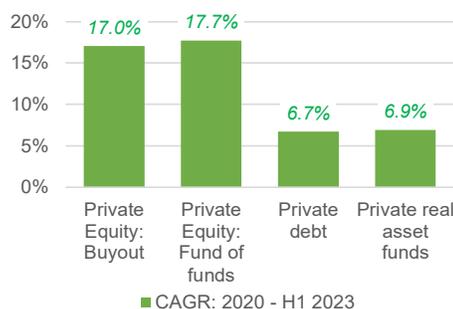
### Les actifs privés demeurent une composante essentielle des grands portefeuilles diversifiés

La hausse du coût de la dette a touché toutes les classes d'actifs à effet de levier, y compris le capital-investissement, depuis la mi-2022. D'après les données des fonds de private equity de Pitchbook, les rendements des fonds de private equity (en dollars américains) ont rebondi de +7,4 % au premier semestre 2023, après avoir baissé de 2,1 % en 2022. Les fonds de rachat à effet de levier (« leveraged buyout funds ») à +6 % au premier semestre 2023 selon Bloomberg) se sont bien redressés depuis le début de l'année, tandis que les fonds de croissance (0 %) ont dû faire face à des conditions de financement plus difficiles et à un manque de débouchés via les introductions en bourse. Les fonds de dette privée ont généré des performances légèrement positives en 2022 et au premier semestre 2023 (1,4 % et 1,9 %), en dépit d'un contexte peu favorable pour la classe d'actifs obligataire, dans la mesure où une part importante de cette dette privée repose sur des taux variables.

Comme toujours, il est essentiel de faire preuve de sélectivité et de procéder à une due diligence approfondie lorsqu'il s'agit d'investir dans des fonds de capitaux privés, compte tenu de leur illiquidité et des écarts de performance à long terme entre les meilleurs et les plus mauvais fonds. Aujourd'hui, c'est plus que jamais vrai avec la fin du financement par dette ultra-bon.

À l'avenir, les performances des fonds de private equity devraient être moins élevées qu'au cours des 10 dernières années, compte tenu d'un moindre recours à l'effet de levier et de valorisations de sortie potentiellement plus faibles via les introductions en bourse ou les ventes en secondaire. Cependant, même dans ce contexte, nous pensons qu'un investissement régulier au fil du temps dans une sélection de fonds de private equity, d'infrastructures et de dette privée, devrait faire partie d'un portefeuille diversifié destiné aux investisseurs de long terme en quête de rendements supérieurs et capables d'investir dans des actifs illiquides.

### SOLIDE PERFORMANCE DES ACTIFS PRIVÉS MALGRÉ UN DEUXIÈME SEMESTRE 2022 PLUS FAIBLE



Source : Bloomberg (taux de croissance annuels composés en dollars américains)

La banque  
d'un monde  
qui change

## Synthèse de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Reco actuelle	Reco précédente	Constituants	Nous aimons	Nous évitons	Commentaires
ACTIONS	+	+	Marchés	Royaume-Uni, Japon, zone euro, Amérique latine (sélectifs) Chine, Corée du Sud Singapour et Indonésie		Voir la reprise au-delà d'un recul temporaire. Les facteurs clés incluent le recul de l'inflation américaine, la baisse des taux d'intérêt à long terme, l'amélioration de la liquidité macroéconomique et la baisse des prix de l'énergie. Renforcer progressivement l'exposition aux actions suite à la consolidation du marché.
			Secteurs	Santé mondiale, énergie, matériaux, financières européennes et services aux collectivités		<b>Énergie et matériaux</b> : tirer parti du rebond de l'activité chinoise et de la faiblesse des stocks de métaux de base. <b>Les banques européennes</b> devraient bénéficier de la bonne résistance de la consommation, de la hausse des marges nettes d'intérêts et de la hausse du taux de dépôt de la BCE.
			Styles / thèmes	Qualité, thèmes mégatendances		Thèmes : économie circulaire, électrification, sécurité, croissance du revenu
OBLIGATIONS	=	=	Obligations d'État	Bons du Trésor américain à court terme		Nos objectifs de rendement pour les obligations à 10 ans sont de 3,5 % aux États-Unis et de 2,5 % en Allemagne sur un an. Privilégier une durée inférieure à celle de l'indice de référence.
	+	+	Crédit	Crédit IG US, Euro		Nous privilégions le crédit Investment Grade, en particulier le crédit américain dans un contexte de rendements élevés sur dix ans et de bilans robustes.
	+	+	Obligations émergentes	USD et devise locale		
LIQUIDITÉS	-	-				
MATIÈRES PREMIÈRES	+	+		Or Pétrole Métaux industriels		Le Brent (+) devrait revenir dans la fourchette des 80-95 dollars en raison de la substitution gaz/pétrole et de l'interdiction progressive du pétrole russe. <b>Métaux de base (+)</b> soutenus par la réouverture en Chine à court terme et la demande énergétique à plus long terme. Or, valeur refuge privilégiée (+), faiblesse de l'USD et stabilité des taux à long terme devraient contribuer à la performance, intervalle de 12 mois = USD 1900-2150.
MARCHÉ DES CHANGES			EUR/USD			Notre objectif EUR/USD est de 1,15 USD (valeur de 1 euro) sur 12 mois.
IMMOBILIER	=	=		Santé, commerce britannique		L'immobilier non coté fait face à des difficultés durables dues au ralentissement économique et à des taux de financement beaucoup plus élevés. Nous privilégions l'immobilier coté.
OPCVM ALTERNATIFS				Long / Short Equity et Relative Value		
INFRASTRUCTURES	+	+		Énergie, transport, eau		D'excellents rendements à long terme attendus des infrastructures privées et cotées étant donné le sous-investissement à long terme.

## Tableaux de prévisions économiques et de taux de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth %	2023	2024	2025
United States	2,4	0,9	1,3
Japan	1,8	1,0	0,9
United Kingdom	0,5	0,0	1,1
Eurozone	0,5	0,6	1,6
<b>Germany</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
France	0,8	0,6	1,4
Italy	0,7	0,9	1,5
<b>Emerging</b>			
China	5,2	4,5	4,3
India*	7,5	7,0	6,5
Brazil	3,1	1,8	1,8
* Fiscal year			

Source: BNP Paribas - 04/12/2023

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation %	2023	2024	2025
United States	4,1	2,6	2,3
Japan	3,2	2,6	1,8
United Kingdom	7,4	3,0	2,1
Eurozone	5,5	2,2	2,0
<b>Germany</b>	<b>6,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
France	5,7	2,4	1,8
Italy	6,1	1,7	1,8
<b>Emerging</b>			
China	0,4	1,5	1,7
India*	5,8	5,7	4,5
Brazil	4,6	4,0	4,0
* Fiscal year			

Source: BNP Paribas - 04/12/2023

	Country	Spot	Target 3	Target 12
Against euro	United States	EUR / USD 1,08	1,06	1,15
	United Kingdom	EUR / GBP 0,86	0,86	0,86
	Switzerland	EUR / CHF 0,95	0,98	0,98
	Japan	EUR / JPY 159,10	154	154
	Sweden	EUR / SEK 11,32	11,00	11,00
	Norway	EUR / NOK 11,75	11,30	10,80
Against dollar	Japan	USD / JPY 147,11	145	134
	Canada	USD / CAD 1,35	1,32	1,30
	Australia	AUD / USD 0,66	0,68	0,70
	New Zealand	NZD / USD 0,62	0,60	0,63
	Brazil	USD / BRL 4,93	5,00	5,00
	India	USD / INR 83,36	82,0	82,0
	China	USD / CNY 7,14	7,20	6,80

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Au 7 décembre 2023

## L'ÉQUIPE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE**Edmund Shing**

Global Chief Investment Officer

**Jean Roland DESSARD**

Conseiller en investissement principal

**Isabelle Enos**

Conseiller en investissement senior

ITALIE**Luca IANDIMARINO**

Conseiller en investissement principal

BELGIQUE**Philippe Gijssels**

Conseiller en investissement principal

**Alain GERARD**

Senior Investment Advisor, Equities

**Xavier TIMMERMANS**

Stratège senior, PRB

ALLEMAGNE**Stephan KEMPER**

Stratège en chef, investissement

**Stefan Maly**LUXEMBOURG**Guy ERTZ**

Conseiller en investissement principal

**Edouard DESBONNETS**

Senior Investment Advisor, Fixed Income

ASIE**Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer, Asie

**Grace TAM**

Chief Investment Advisor, Asie



# CONTACTEZ-NOUS



[wealthmanagement.bnpparibas](https://www.wealthmanagement.bnpparibas)

## MENTION LÉGALES

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, immatriculée 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) 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 dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation juridique relative au produit, et en particulier de celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le 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 sur ces produits ou avoir des relations avec leurs émetteurs.

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

© BNP Paribas (2023). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change