

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

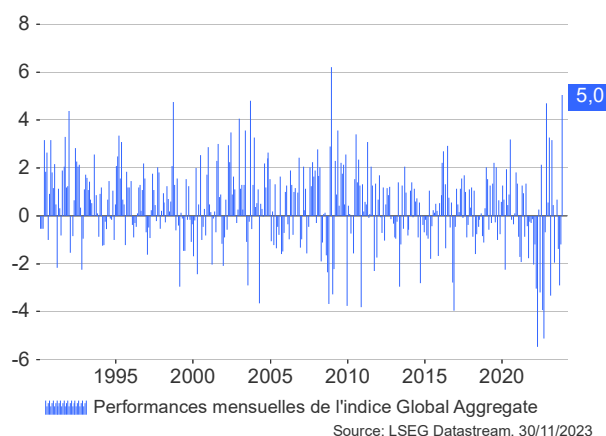
- 1. Les marchés sont trop enthousiastes à l'idée d'une baisse rapide des taux directeurs en début d'année :** la Fed et la BCE pourraient décevoir en ne procédant pas à des baisses de taux en tout début d'année prochaine. Selon nous, la Fed devrait baisser ses taux de 150 pb à partir de mai 2024 et la BCE devrait suivre avec 75 pb à partir de juin.
- 2. Le rebond des prix des obligations d'État nous semble quelque peu exagéré :** les rendements obligataires devraient se stabiliser et même rebondir modérément à court terme. A horizon 12 mois, le potentiel de baisse des rendements obligataires américains et allemands à long terme nous semble limité.
- 3. Nous avons mis à jour nos objectifs à 12 mois pour les rendements à 10 ans :** 4 % (3,75 % auparavant) aux États-Unis et à 2,25 % (2,50 % auparavant) en Allemagne. Nous restons Positifs à l'égard des obligations souveraines américaines et Neutres à l'égard des obligations souveraines allemandes compte tenu du potentiel de hausse accru des bons du Trésor par rapport aux Bunds.
- 4. Nos préférences pour 2024 :** les banques centrales ont signalé la fin du cycle de resserrement et les rendements des obligations d'État à long terme ont baissé. Ils restent cependant encore attractifs pour l'instant. En ce qui concerne les obligations d'État, nous privilégions les obligations d'État américaines et britanniques par rapport aux obligations d'État allemandes. Nous aimons également les obligations indexées sur l'inflation américaines (*TIPS*) et les titres adossés à des créances hypothécaires (*Agency Mortgage-Backed Securities*). En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous préférons les obligations Investment Grade par rapport aux obligations à haut rendement, et l'Europe par rapport aux États-Unis. En ce qui concerne les obligations émergentes, la fin du cycle de resserrement de la Fed suggère une surperformance potentielle. Nous aimons les obligations émergentes en devises fortes et en devises locales.

Achévé de rédiger le 14 décembre

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : nos préférences pour 2024	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

LES OBLIGATIONS MONDIALES ONT PROGRESSÉ DE +5,0 % EN NOVEMBRE. DEUXIÈME MEILLEUR MOIS JAMAIS RÉALISÉ !



Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Banques centrales

Fin de la politique « taux plus élevés pour plus longtemps »

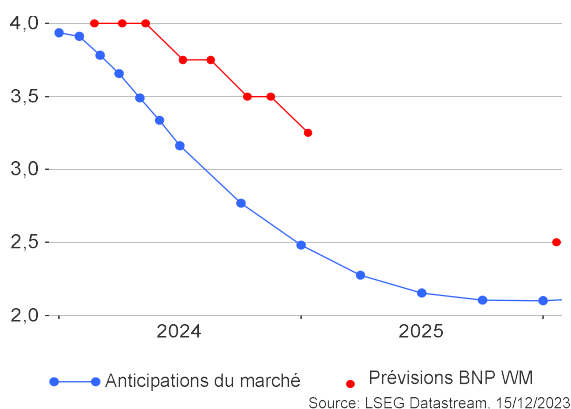
Banque centrale européenne (BCE)

Ton équilibré : au lendemain de la réunion de la Fed, la BCE n'a pas transmis le même message accommodant. Les responsables politiques de la BCE n'ont pas discuté des baisses de taux, mais ils ont toutefois reconnu les progrès réalisés en matière d'inflation.

Gestion prudente du bilan : la décision prise par la BCE en décembre de supprimer progressivement les réinvestissements des obligations arrivées à échéance du portefeuille PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie) a été plus précoce qu'attendu, mais sa mise en œuvre et son rythme sont plus lents que prévu.

Notre vue : les nouvelles données (notamment les prochaines négociations salariales) dicteront le calendrier des premières baisses de taux. La BCE devrait les commencer en juin plutôt qu'en septembre compte tenu du ralentissement rapide de l'inflation. Nous prévoyons une baisse modérée de 75 pb en 2024, bien moins que ce que le marché intègre (155 pb).

NOUS PRÉVOYONS UN CYCLE DE BAISSSE DE TAUX PLUS MODÉRÉ QUE CELUI ESCOMPTÉ PAR LE MARCHÉ



Réserve fédérale américaine (Fed)

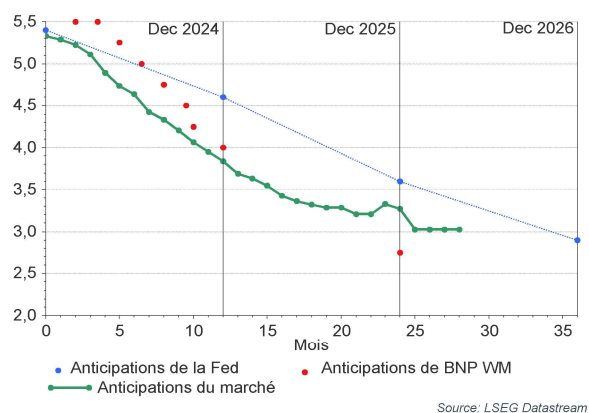
Le pivot : la Fed s'est montrée étonnamment accommodante lors de sa réunion de décembre. Ses membres ne sont pas opposés aux anticipations du marché, ni à l'assouplissement continu des conditions financières.

Victoire sur l'inflation : la Fed a révisé à la baisse l'inflation globale et sous-jacente pour 2023 et 2024 et a annoncé trois baisses de taux pour l'année prochaine (une de plus que dans les projections de septembre).

La fin du « plus élevé pour plus longtemps » : les membres de la Fed analysent maintenant la date à laquelle il conviendra de baisser les taux.

Notre vue : la baisse de l'inflation et le ralentissement de la croissance permettent à la Fed de réduire ses taux et de tenter d'amorcer un atterrissage en douceur de l'économie. Nous voyons désormais une première baisse de taux en juin plutôt qu'en juillet, avec une série de baisses de 25 pb à chaque réunion, d'où 150 pb de baisses en 2024.

NOUS ESTIMONS QUE LA FED VA BAISSER SES TAUX PLUS QU'ELLE NE PENSE MAIS MOINS QUE CE QUE LE MARCHÉ ANTICIPE



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les principales banques centrales vont baisser leurs taux en 2024, l'inflation ayant suffisamment diminué. Toutefois, les marchés sont trop enthousiastes en supposant des baisses de taux directeurs dès le début d'année prochaine. Selon nous, la Fed devrait baisser ses taux de 150 pb à partir de mai 2024 et la BCE devrait suivre avec 75 pb à partir de juin.



Rendements obligataires

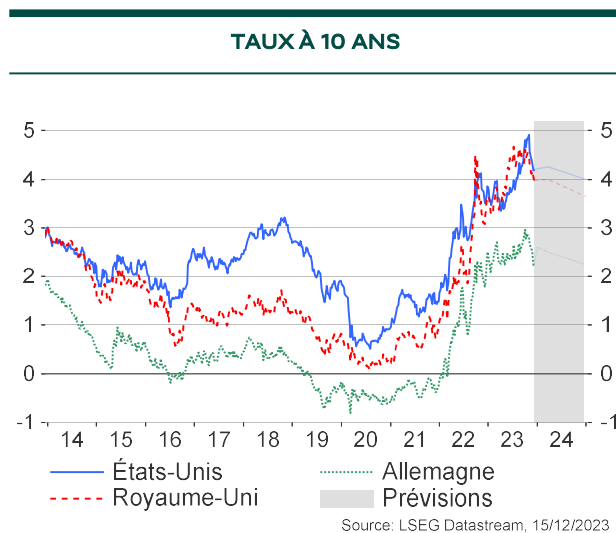
Les taux d'intérêt à long terme se maintiendront dans une fourchette étroite en 2024

Forte baisse : la baisse de l'inflation a retenu l'attention de certains responsables politiques de part et d'autre de l'Atlantique, et le marché a rapidement anticipé une série de baisses de taux directeurs plus tôt que prévu, ce qui a fait reculer les rendements obligataires. Par conséquent, les taux à 10 ans ont chuté depuis octobre, alors qu'ils avaient atteint près de 5 % aux États-Unis et 3 % en Allemagne.

Est-ce exagéré ? Selon nous, le rebond des prix des obligations d'État semble un peu excessif. Nous anticipons une stabilisation des rendements obligataires et même un rebond modeste à court terme.

Nous avons revu à la hausse nos objectifs à 12 mois pour les rendements à 10 ans, à la hausse aux États-Unis (4 % contre 3,75 % auparavant) car la récession devrait être évitée de justesse, et à la baisse en Allemagne (2,25 % contre 2,50 % auparavant) compte tenu de la baisse plus rapide que prévu de l'inflation.

Notre recommandation : nous restons Positifs à l'égard des obligations souveraines américaines et Neutres à l'égard des obligations souveraines allemandes compte tenu du potentiel de hausse accru des bons du Trésor par rapport aux Bunds.



	Maturité (années)	14/12 2023	Objectifs à 3 mois	Objectifs à 12 mois
États-Unis	Taux directeur	5,50	5,50	4
	2	4,38	4,25	3,50
	5	3,89	4,25	3,75
	10	3,91	4,25	4
	30	4,03	4,50	4,25
Allemagne	Taux directeur	4	4	3,25
	2	2,56	2,50	2,25
	5	2,09	2,50	2,25
	10	2,13	2,50	2,25
	30	2,34	2,80	2,60
Royaume-Uni	Taux directeur	5,25	5,25	4,25
	2	4,34	4,50	3,60
	5	3,81	4,20	3,65
	10	3,79	4	3,65
	30	4,29	4,30	4

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Le rebond des obligations d'État nous semble un peu exagéré. Nous anticipons une stabilisation des rendements obligataires et même un léger rebond à court terme. Nous avons révisé nos objectifs 12 mois pour les rendements à 10 ans à 4 % aux États-Unis et à 2,25 % en Allemagne. Nous restons Positifs à l'égard des obligations souveraines américaines et Neutres à l'égard des obligations souveraines allemandes compte tenu du potentiel de hausse accru des bons du Trésor par rapport aux Bunds.



Thème du mois

Nos préférences pour 2024

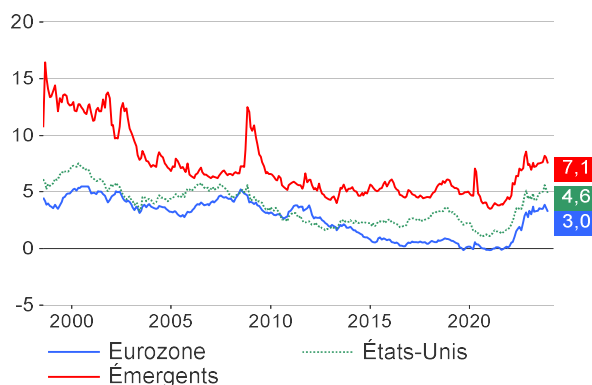
Obligations d'État : les banquiers centraux ayant signalé la fin du cycle de resserrement, les rendements à long terme ont commencé à baisser. La fenêtre pour sécuriser des rendements élevés se referme progressivement. Toutefois, les rendements obligataires restent encore élevés si on les compare sur un historique de 10 à 20 ans, ce qui suggère qu'il existe encore des opportunités d'investir dans les obligations d'État. Nous nous attendons à ce que les prix augmentent encore avec le ralentissement de la croissance et la poursuite de la baisse de l'inflation. Nous préférons les obligations d'État américaines et britanniques aux obligations d'État allemandes en raison de leurs rendements plus élevés. En outre, les obligations indexées sur l'inflation (*TIPS*) et les titres adossés à des créances hypothécaires américaines (*Agency MBS*) nous paraissent intéressants du fait de leur valorisation attractive et de la garantie de l'État américain.

Obligations d'entreprises : le cycle du crédit est dans sa phase d'expansion tardive, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Ce stade signifie que les conditions

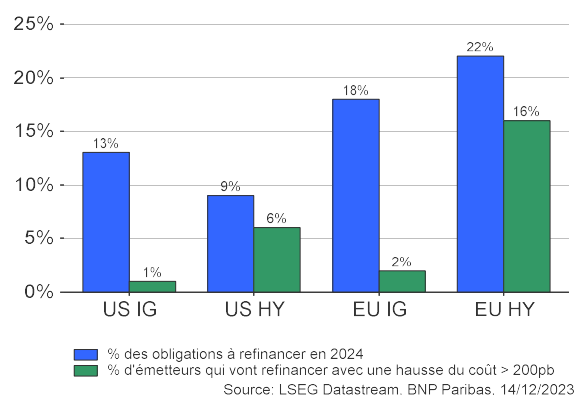
de crédit sont tendues mais que le risque fondamental reste faible, car les fondamentaux des entreprises restent sains même s'il se détériorent. Le ralentissement économique exerce une pression sur les bénéfices des entreprises et les taux d'intérêt élevés augmentent les coûts d'emprunt pour les entreprises qui devront se refinancer en 2024. Selon nous, les spread de crédit sont serrés aux États-Unis, donc plus à risque de s'écarter, notamment sur le high yield (HY) où l'offre obligataire devrait être abondante en 2024. Nous préférons les obligations Investment Grade aux obligations HY, et l'Europe aux États-Unis.

Obligations émergentes : elles surperforment généralement à la fin du cycle de resserrement de la Fed. Le pic des dégradations de notation et des défaillances semble être derrière nous. Anticipant une meilleure croissance économique dans les pays émergents que dans les pays développés, un dollar plus faible et une décélération de l'inflation, nous pensons que les banques centrales des pays émergents continueront à baisser leurs taux directeurs et que les rendements obligataires baisseront. Nous aimons les obligations des pays émergents en devises fortes et en devises locales.

IL N'EST PAS TROP TARD POUR CONSTITUER UN PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE. LES RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT ET DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES RESTENT ATTRACTIFS



LES ÉMETTEURS HY SERONT CONFRONTÉS À UNE HAUSSE SIGNIFICATIVE DES COÛTS D'EMPRUNT EN 2024



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les rendements restent encore attractifs malgré la chute récente.

- Obligations d'État : nous privilégions les obligations d'État américaines et britanniques, les US *TIPS* et les *Agency Mortgage-Backed Securities*.
- Obligations d'entreprises : nous préférons les obligations Investment Grade par rapport aux obligations à haut rendement et l'Europe par rapport aux États-Unis.
- Obligations émergentes : nous aimons les obligations émergentes en devises fortes et en devises locales.



Nos recommandations d'investissement

Classe d'actifs	Zone	Notre vue	
Obligations d'État	Allemagne	=	Neutre sur les obligations souveraines allemandes.
	Pays périphériques	=	Neutre sur la dette périphérique (Portugal, Italie, Espagne, Grèce).
	États-Unis	+	Positif sur les obligations d'État américaines.
Obligations d'entreprises Investment Grade	Zone euro	+	<ul style="list-style-type: none"> Zone euro : vue Positive. Privilégier une duration inférieure à celle de l'indice de référence (5 ans). États-Unis: vue Positive. Privilégier une duration jusqu'à 10 ans. Positif sur les obligations convertibles de la zone euro.
	États-Unis		
Obligations d'entreprises High Yield	Zone euro et États-Unis	=	<ul style="list-style-type: none"> Neutre sur les obligations HY. Positif sur les obligations <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</i>.
Obligations émergentes	En devise forte	+	Positif sur les obligations émergentes en devise forte (souverains et entreprises).
	En devise locale	+	Positif sur les obligations d'État en devise locale.

Données de marché

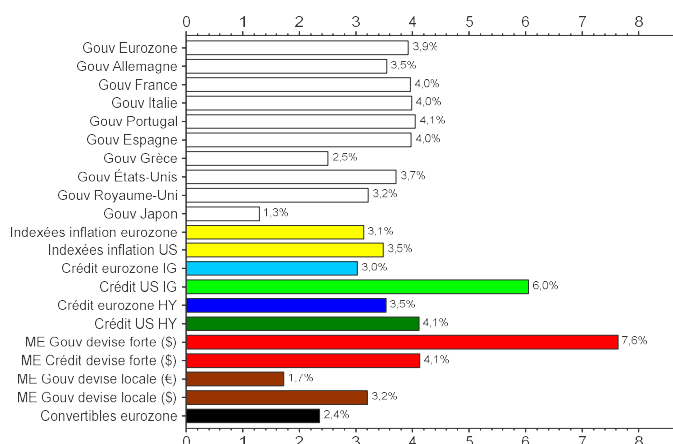
	Taux à 10 ans (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
États-Unis	3,91	---	
Allemagne	2,13	---	
France	2,66	53	-3
Italie	3,81	169	-13
Espagne	3,10	97	-6
Portugal	2,87	74	4
Grèce	3,33	121	-10
14/12/2023 Source: Refinitiv Datastream			

	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	3,61	44	-5
Obligations d'entreprise IG EUR	3,69	138	-11
Obligations d'entreprise IG USD	5,11	99	-20
Obligations d'entreprise HY EUR	7,21	386	-56
Obligations d'entreprise HY USD	7,77	334	-53
Émergents - Obligations d'État en devise forte	7,72	364	-45
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	7,12	292	-21
Émergents - Obligations d'État en devise locale	6,27	238	-33
14/12/2023 Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg, JP Morgan			



Performances

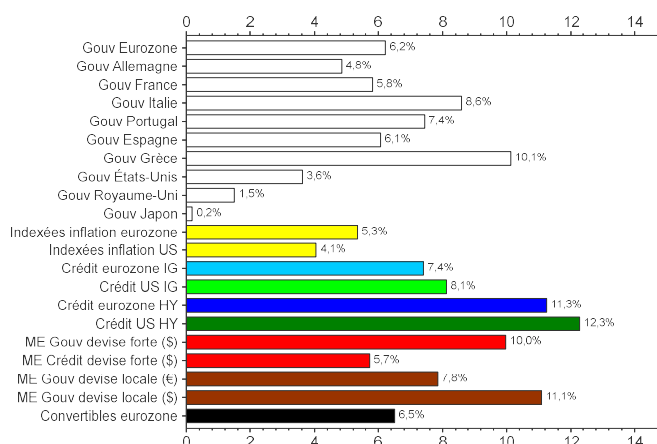
SUR UN MOIS



Source: LSEG Datastream, 14/12/2023 Source: Bloomberg Barclays, sauf ME devise locale (JP Morgan) et Convertibles (Refinitiv)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 1ER JANVIER 2023



Source: LSEG Datastream, 14/12/2023 Source: Bloomberg Barclays, sauf ME devise locale (JP Morgan) et Convertibles (Refinitiv)

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](https://www.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 (2023). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change