

# Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

## Résumé

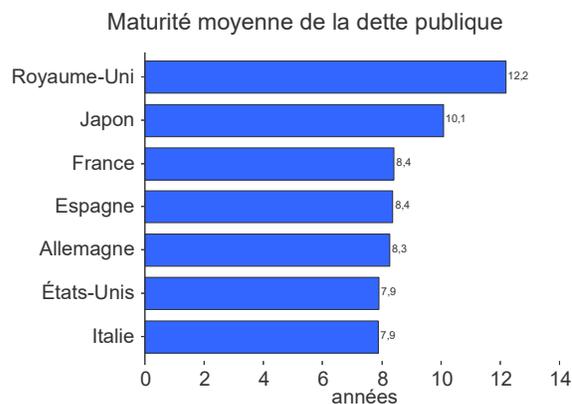
- Pas de nouvelles hausses de taux de la part des principales banques centrales :** la Fed et la BCE devraient maintenir leurs taux pendant plusieurs trimestres. Nous anticipons 125 pb de baisses de taux sur 2024 à partir de juin pour la Fed et 75 pb à partir de septembre pour la BCE.
- Baisse des rendements obligataires à long terme sur un horizon de 12 mois selon nous,** surtout aux États-Unis puisque nous voyons une récession aux T1-T2 2024. Toutefois, la prime entre les taux courts et les taux longs devrait rester positive et empêcher les rendements obligataires de chuter. Nous sommes positifs sur les obligations d'État américaines. Elles offrent un portage élevé et un potentiel d'appréciation des cours. Nous restons neutres sur la dette souveraine allemande car une grande partie de la baisse des taux s'est déjà produite selon nous.
- Deux événements ayant des répercussions mondiales sur les rendements obligataires :** la Banque du Japon et le programme trimestriel d'émissions d'emprunts du Trésor américain ont eu des répercussions importantes sur les taux d'intérêt mondiaux. 1/Les investisseurs japonais trouvent désormais les obligations d'État japonaises plus intéressantes que les bons du Trésor américains couverts du risque de change, ce qui entraîne des pressions à la hausse sur les taux américains. 2/Le prochain plan de refinancement de la dette américaine (février 2024) pourrait être le dernier avec des augmentations de la taille des émissions. Néanmoins, les perspectives offre/demande restent déséquilibrées compte tenu du déficit et de la poursuite de la réduction du bilan des banques centrales. Ainsi, la prime de terme devrait rester relativement élevée.
- Opportunités sur le marché obligataire.** Nous sommes optimistes à l'égard des bons du Trésor américain, des obligations indexées sur l'inflation américaines, des titres adossés à des créances hypothécaires émis par des agences américaines, des Gilts britanniques, ainsi que des obligations d'entreprises européennes et américaines Investment Grade d'une durée allant jusqu'à 5 ans en EUR et 10 ans en USD. Nous sommes également optimistes à l'égard des obligations émergentes libellées en devise forte et locale.

Achévé de rédiger le 16 novembre

## Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : deux événements à répercussions mondiales sur les rendements obligataires	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

## LA MATURITÉ RELATIVEMENT BASSE DE LA DETTE PUBLIQUE ITALIENNE EST UNE FAIBLESSE COMPTE TENU DE LA PERSISTANCE DE TAUX D'INTÉRÊT ÉLEVÉS



Source: LSEG Datastream, 16/11/2023

Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change

## Banques centrales

### Politique monétaire restrictive pour plus longtemps

#### Banque centrale européenne (BCE)

La réunion de novembre de la BCE a confirmé que le taux terminal avait été atteint : les membres ont semblé plus confiants quant à la trajectoire baissière de l'inflation.

**Vers un resserrement quantitatif plus rapide ?** La BCE n'en a pas débattu, de sorte qu'elle devrait continuer les réinvestissements des actifs échus du portefeuille PEPP (programme temporaire d'achat d'urgence face à la pandémie) jusqu'à décembre 2024 au moins. Cependant, nous pensons qu'elle discutera d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire en décembre 2023/janvier 2024, qui devrait mener à la fin des réinvestissements du PEPP en mars 2024.

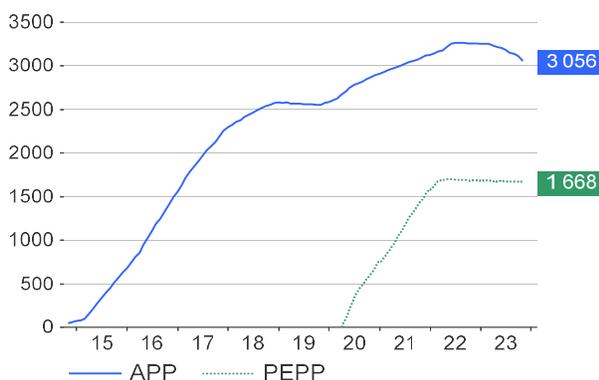
**Notre vue :** la BCE devrait maintenir ses taux inchangés aux niveaux restrictifs actuels pendant plusieurs trimestres. Nous anticipons 75pb de baisses de taux en 2024 à partir de septembre.

#### Réserve fédérale américaine (Fed)

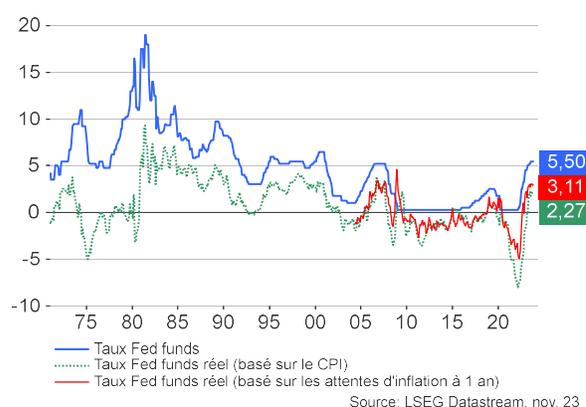
La réunion du FOMC de novembre a confirmé que le taux terminal était atteint : la Fed a été moins agressive que prévu. Les récentes statistiques solides (le PIB a plus que doublé au T3 par rapport au T2, à 4,9% annualisé) n'ont pas inquiété les membres de la Fed. Le comité s'est plutôt concentré sur le niveau « suffisamment restrictif » des taux directeurs, qui ont resserré « de manière significative » les conditions financières. Cela, ajouté au fait que les indicateurs avancés pointent vers une baisse de l'inflation, renforcent notre hypothèse selon laquelle la Fed ne relèvera plus son taux directeur.

**Notre vue :** les taux directeurs réels (excluant l'inflation) deviendront à un moment donné trop restrictifs, car le processus de désinflation se poursuit et les signes d'un ralentissement économique se font sentir. Nous anticipons une légère récession aux T1-T2 2024 et 125pb de baisses de taux directeurs en 2024 à partir de juin.

#### LA BCE RÉDUIT LA TAILLE D'UN DE SES PORTEFEUILLES OBLIGATAIRES, MAIS PAS ENCORE CELLE DU PEPP



#### LES TAUX DIRECTEURS RÉELS SONT DÉJÀ RESTRICTIFS



#### CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Selon nous, tant la BCE que la Fed ont atteint leurs taux de fin de cycle. Ces deux banques centrales devraient maintenir leurs taux inchangés (4% pour le taux de dépôt de la BCE et 5,5 % pour le taux directeur de la Fed) pendant une période prolongée. Nous anticipons 125 pb de baisses de taux sur 2024 à partir de juin pour la Fed et 75 pb à partir de septembre pour la BCE.



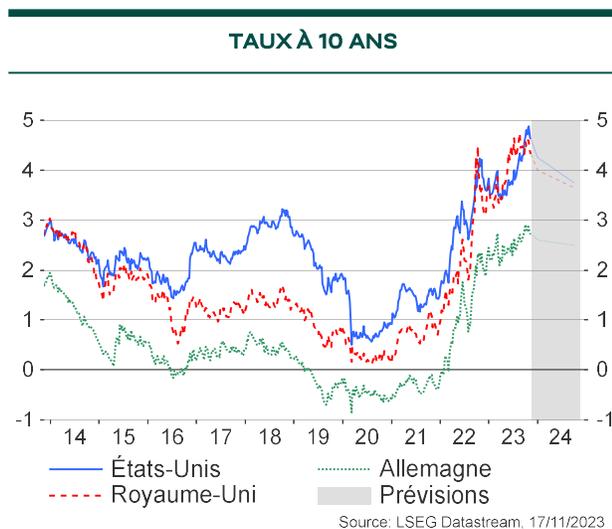
## Rendements obligataires

### Les taux longs ont atteint un point haut du cycle

**Nouveaux sommets du cycle :** les taux à 10 ans ont atteint un sommet proche de 5% aux Etats-Unis et de 3% en Allemagne en octobre, notamment sous l'effet de la réévaluation de la prime de terme, avant de baisser en novembre pour diverses raisons (données macroéconomiques plus faibles, Fed moins agressive, hedge funds couvrant leurs positions courtes).

**Qu'est-ce que la prime de terme ?** C'est une estimation dérivée de modèles financiers qui mesure le rendement excédentaire que les investisseurs exigent pour détenir une obligation à long terme plutôt que de réinvestir à chaque fois des obligations à court terme. Plusieurs facteurs plaident pour une prime élevée (le déséquilibre offre/demande, la réduction du bilan des banques centrales, l'incertitude sur les perspectives d'inflation...), ce qui devrait empêcher les taux à long terme de chuter, même en cas de récession.

**Notre recommandation :** nous sommes Positifs sur les emprunts d'État américains et Neutres sur les emprunts d'État allemands compte tenu d'une baisse attendue des taux plus importante aux États-Unis qu'en Allemagne.



	Maturités (années)	16/11 2023	Objectifs à 3 mois	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	4,85	4,75	3,50
	5	4,43	4,50	3,70
	10	4,45	4,25	3,75
	30	4,63	4,50	4
Allemagne	2	2,95	3	2,25
	5	2,52	2,50	2,50
	10	2,59	2,60	2,50
	30	2,83	2,80	2,60
Royaume-Uni	2	4,54	4,25	3,60
	5	4,16	4,20	3,65
	10	4,15	4	3,65
	30	4,59	4,30	4

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

### CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous anticipons une baisse des rendements obligataires à long terme sur un horizon de 12 mois, surtout aux États-Unis puisque nous voyons une récession aux T1-T2 2024. Toutefois, la prime de terme devrait rester positive et empêcher les rendements obligataires de tomber en chute libre. Nous sommes Positifs sur les obligations d'État américaines. Elles offrent un portage élevé et un potentiel d'appréciation des cours. Nous restons Neutres sur la dette souveraine allemande car une grande partie de la baisse des taux s'est déjà produite selon nous.



## Thème du mois

### Deux événements à répercussions mondiales sur les rendements obligataires

En octobre, la **Banque du Japon (BoJ)** a franchi une nouvelle étape vers la normalisation de sa politique monétaire, motivée par 1/une confiance accrue dans la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de 2 % et 2/une moindre tolérance à l'égard d'un yen de plus en plus faible. Elle a ajusté sa politique de contrôle de la courbe des rendements, remplaçant le plafond de 0,5 % sur le taux à 10 ans par un nouveau plafond de référence de 1%.

Nous prévoyons que la BoJ révisera ses prévisions en janvier et qu'elle mettra fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs (NIRP) en mars 2024.

Les actions de la BoJ ont des implications globales sur les rendements, car les investisseurs japonais, traditionnellement gros acheteurs d'obligations du Trésor américain, trouvent désormais plus avantageux d'investir dans des obligations d'État japonaises plutôt que des bons du Trésor américains couverts du risque de change, ce qui génère une pression à la hausse sur les rendements américains.

Nous prévoyons que le rendement japonais à 10 ans atteindra 1,35 % d'ici la fin de 2024, et 3,75 % pour le rendement du Trésor américain.

Le **Trésor américain** a augmenté la taille de ses émissions dans le cadre de son plan de financement trimestriel pour combler le déficit, ce qui a provoqué une onde de choc sur le marché et une hausse notable des taux à long terme. Le taux à 10 ans a atteint 5 % en octobre. De fait, tous les regards étaient tournés vers l'annonce du plan de financement trimestriels de novembre, afin d'évaluer comment l'émission (probablement record) de dette sur le marché sera absorbée.

Comme prévu, le Trésor a confirmé de nouvelles augmentations de la taille des adjudications, mais a choisi de modérer le rythme des augmentations pour les échéances les plus longues. Cette décision a clairement soulagé les marchés, entraînant une baisse des taux à long terme.

Le prochain plan de refinancement de la dette américaine (février 2024) pourrait être le dernier avec des augmentations de la taille des émissions. Néanmoins, les perspectives offre/demande restent déséquilibrées compte tenu du déficit et de la poursuite du resserrement quantitatif en cours (la Fed n'achète plus de bons du Trésor). Ainsi, la prime de terme devrait rester relativement élevée.

#### LE TAUX À 10 ANS JAPONAIS A BONDÉ DEPUIS QUE LA BOJ A INFLÉCHI SA POLITIQUE



#### PRIME DE TERME DES BONS DU TRÉSOR AMÉRICAINS ESTIMÉE PAR LE MODÈLE ACM



#### CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

La Banque du Japon et le programme trimestriel d'émissions d'emprunts du Trésor américain ont eu des répercussions importantes sur les taux d'intérêt mondiaux. 1/Les investisseurs japonais trouvent désormais les obligations d'État japonaises plus intéressantes que les bons du Trésor américains couverts du risque de change, ce qui entraîne des pressions à la hausse sur les taux américains. 2/Le prochain plan de refinancement de la dette américaine (février 2024) pourrait être le dernier avec des augmentations de la taille des émissions. Néanmoins, les perspectives offre/demande restent déséquilibrées compte tenu du déficit et de la poursuite du resserrement quantitatif. Ainsi, la prime de terme devrait rester relativement élevée.



## 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"> <li>Zone euro : vue Positive. Privilégier une duration inférieure à celle de l'indice de référence (5 ans).</li> <li>États-Unis: vue Positive. Privilégier une duration jusqu'à 10 ans.</li> <li>Positif sur les obligations convertibles de la zone euro.</li> </ul>
	États-Unis		
Obligations d'entreprises High Yield	Zone euro et États-Unis	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>Neutre sur les obligations HY.</li> <li>Positif sur les obligations <i>fallen angels</i> et <i>rising stars</i>.</li> </ul>
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	4,45	---	
Allemagne	2,59	---	
France	3,15	56	-6
Italie	4,35	176	-22
Espagne	3,59	100	-13
Portugal	3,25	66	-7
Grèce	3,85	126	-29

16/11/2023  
Source: Refinitiv Datastream

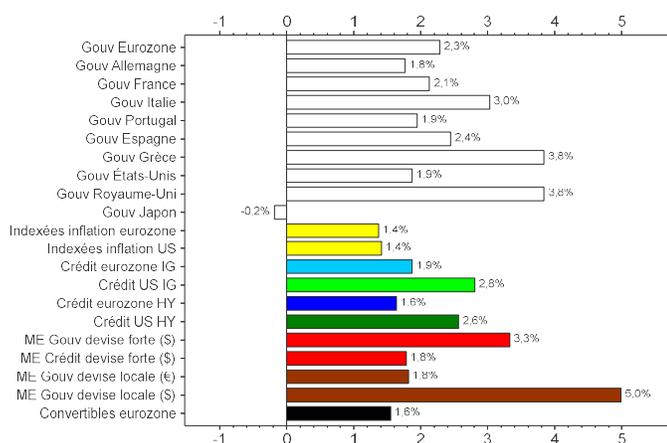
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	4,04	49	-3
Obligations d'entreprise IG EUR	4,23	148	-13
Obligations d'entreprise IG USD	5,84	117	-7
Obligations d'entreprise HY EUR	8,18	443	-13
Obligations d'entreprise HY USD	8,75	392	-17
Émergents - Obligations d'État en devise forte	8,65	401	56
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	7,76	305	9
Émergents - Obligations d'État en devise locale	6,52	209	-26

16/11/2023  
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg, JP Morgan



# Performances

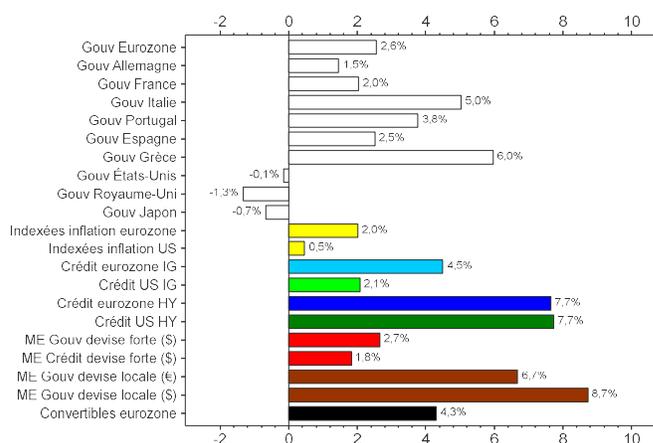
## SUR UN MOIS



Source: LSEG Datastream, 10/11/2023 Source: Bloomberg Barclays, sauf ME devise locale (JP Morgan) et Convertibles (Refinitiv)

ME = Marchés émergents

## DEPUIS LE 1ER JANVIER 2023



Source: LSEG Datastream, 10/11/2023 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