

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

- 1. Fin des hausses de taux directeurs.** Après avoir relevé fortement leurs taux, les banques centrales affichent désormais leur volonté de les maintenir aux niveaux restrictifs actuels pendant une période plus longue qu'initialement prévu. La hausse des prix du pétrole renforce ce nouveau scénario, mais il est peu probable que la Fed ou la BCE augmentent encore leurs taux directeurs. En effet, nous pensons qu'elles ont atteint leurs taux de fin de cycle. La prochaine phase est une longue pause avant d'entamer une baisse que nous envisageons en juin 2024 pour la Fed et en septembre 2024 pour la BCE.
- 2. Correction des obligations.** Les rendements obligataires à long terme ont fortement augmenté en raison du message des banques centrales de « taux directeurs restrictifs pour plus longtemps », des inquiétudes budgétaires et de la hausse des prix du pétrole. Les taux à long terme ont probablement atteint de nouveaux points hauts. Nous sommes positifs sur les obligations d'État américaines car elles offrent un portage élevé et une potentielle appréciation des prix si la récession arrive aux T1-T2 2024 comme nous le pensons. Nous restons Neutre sur les obligations d'État allemandes.
- 3. Le cycle de crédit milite pour un portage défensif.** Nous pensons que nous sommes en train de changer de régime avec la fin du cycle d'Expansion vers une phase de Ralentissement. Par conséquent, nous préférons adopter une position prudente avec une stratégie de portage défensif. Nous privilégions les obligations d'entreprises Investment Grade de la zone euro et des États-Unis. Nous sommes Neutres sur les obligations High Yield.
- 4. 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 3 octobre

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : le cycle de crédit milite pour un portage défensif	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

EN MOYENNE, LES BANQUES CENTRALES DES MARCHÉS ÉMERGENTS ONT FINI LEUR CYCLE DE HAUSSES DE TAUX



Source: Bank for International Settlements, BNP Paribas WM

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)

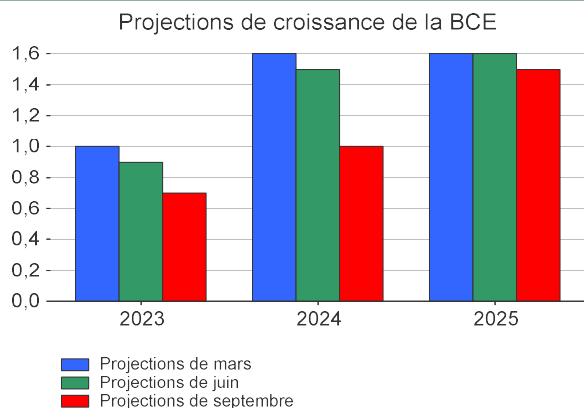
Réunion de septembre : la BCE a de nouveau relevé ses taux d'intérêt (à 4 % pour le taux de dépôt), en lien avec la révision à la hausse de ses prévisions d'inflation globale à court terme.

Inquiétant : la BCE a fortement revu à la baisse ses prévisions de croissance pour les années à venir jusqu'à 2025, suggérant que les hausses de taux impactent négativement l'économie et que celle-ci pourrait davantage ralentir.

Orientations de la BCE : les décideurs semblaient optimistes quant à la fin du cycle de hausse des taux directeurs.

Notre point de vue : la BCE devrait maintenir ses taux au niveau restrictif actuel pendant une période prolongée afin de permettre une décélération de l'inflation. La baisse progressive de l'inflation sera un signal pour la BCE pour envisager une baisse des taux. Nous prévoyons une baisse des taux de 100 pb entre septembre 2024 et mi-2025.

LA FORTE RÉVISION DE LA CROISSANCE ET LA BAISSÉ DE L'EURO SUGGÈRENT UN RESSERREMENT EXCESSIF DE LA PART DE LA BCE



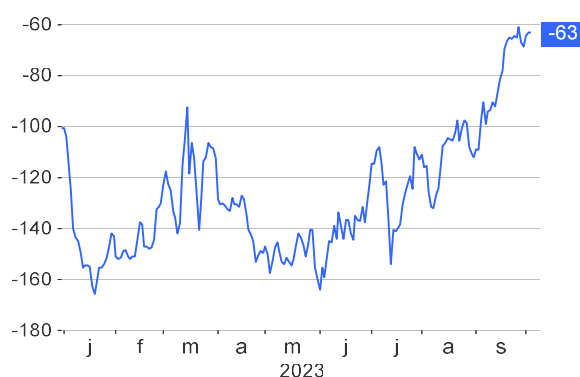
Réserve fédérale américaine (Fed)

Réunion de septembre : la Fed a laissé ses taux inchangés, mais a surpris le marché avec des révisions à la hausse de ses projections économiques et de ses anticipations d'évolution du taux directeur.

Le plan de la Fed ? Les taux directeurs resteront probablement élevés plus longtemps que prévu. La plupart des membres pensent qu'une nouvelle hausse des taux de 25 pb pourrait même être appropriée cette année avant d'envisager une baisse de 50 pb l'année prochaine (contre 100 pb prévus en juin).

Notre point de vue : même si la Fed estime qu'il y a une chance d'éviter une récession, nous pensons qu'elle arrivera aux T1-T2 2024. Par conséquent, la Fed devrait laisser ses taux inchangés (d'autant plus en cas de *shutdown* - arrêt du gouvernement - car certaines données économiques ne seront pas disponibles) et baisser ses taux à partir de juin 2024 pour normaliser la politique monétaire. Nous prévoyons 225 pb de réductions de taux de juin 2024 à mi-2025.

LE MARCHÉ S'ATTEND À ENVIRON 60 PB DE BAISSÉ DE TAUX EN 2024 PAR RAPPORT À 160 PB IL Y A QUATRE MOIS !



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les banques centrales affichent désormais leur volonté de maintenir les taux aux niveaux restrictifs actuels pendant une période plus longue qu'initialement prévu. La hausse des prix du pétrole renforce ce nouveau scénario, mais il est peu probable que la Fed ou la BCE augmentent encore leurs taux directeurs. Nous pensons qu'elles ont atteint leurs taux de fin de cycle. La prochaine phase est une longue pause avant d'entamer une baisse que nous envisageons en. Ensuite, nous verrons des baisses de taux et nous pensons qu'elles commenceront en juin 2024 pour la Fed et en septembre 2024 pour la BCE.



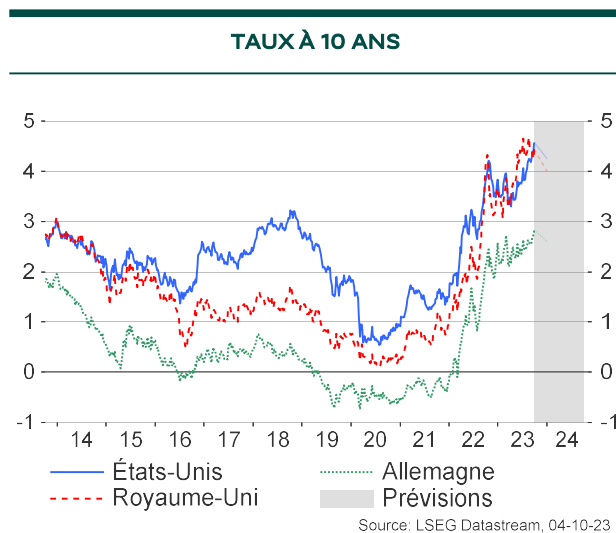
Rendements obligataires

Taux à long terme à la hausse

Nouveaux sommets : la première vague de hausse des taux à long terme est liée au contexte économique et aux fondamentaux (croissance supérieure aux attentes, hausse des anticipations sur l'inflation et les banques centrales). L'actuelle deuxième vague est de nature plus technique (prime plus élevée en fonction de la maturité, offre obligataire élevée, forte réduction des positions longues et des facteurs techniques de couverture).

Pic atteint ? : Selon nous, la grosse partie de la hausse a déjà eu lieu. Les taux à long terme pourraient évoluer dans une fourchette étroite au prochain en lien avec le discours « restrictif pour plus longtemps » des banques centrales. Par la suite, les taux devraient baisser car il devrait y avoir davantage de signes de récession aux États-Unis.

Acheter des obligations à long terme ? Nous sommes positifs sur les obligations d'État américaines mais pas encore sur les allemandes (vue Neutre). Les taux étant plus faibles en Allemagne qu'aux États-Unis, le risque d'avoir des rendements négatifs sur les obligations allemandes est plus élevé si les taux se tendaient davantage à court terme.



	Maturités (années)	29/09 2023	Objectifs à 3 mois	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	5,06	4,75	3,50
	5	4,63	4,60	3,7
	10	4,58	4,25	3,75
	30	4,70	4,5	4
Allemagne	2	3,30	3	2,25
	5	2,92	2,85	2,50
	10	2,97	2,60	2,50
	30	3,13	2,90	2,60
Royaume-Uni	2	4,93	4,25	3,60
	5	4,58	4,20	3,65
	10	4,49	4	3,65
	30	4,90	4,30	4

Source: Refinitiv Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les taux à long terme ont atteints de nouveaux points hauts. Nous sommes positifs sur les obligations d'État américaines car elles offrent un portage élevé et une potentielle appréciation des prix si la récession arrive aux T1-T2 2024 comme nous le pensons. Nous restons Neutres sur les obligations d'État allemandes. Les taux allemands sont inférieurs aux taux américains, par conséquent, si les taux d'intérêt augmentent davantage, le rendement attendu n'est pas aussi attrayant pour les obligations d'État allemandes que pour les bons du Trésor américain.



Thème du mois

Le cycle de crédit milite pour un portage défensif

Le crédit est une classe d'actifs cyclique. Il est important de comprendre comment le cycle évolue. Savoir définir où l'on se situe dans le cycle permet de générer des rendements plus élevés qu'une stratégie d'achat à long terme (buy-and-hold strategy).

Le cycle du crédit peut être divisé en quatre régimes. Chacun a un profil de risque/rendement différent : 1/Réparation, quand les obligations s'apprécient, 2/Reprise, quand les obligations offrent un rendement faible, mais stable et positif, 3/Expansion, qui est le point d'inflexion, et 4/ Ralentissement, synonyme de marché baissier.

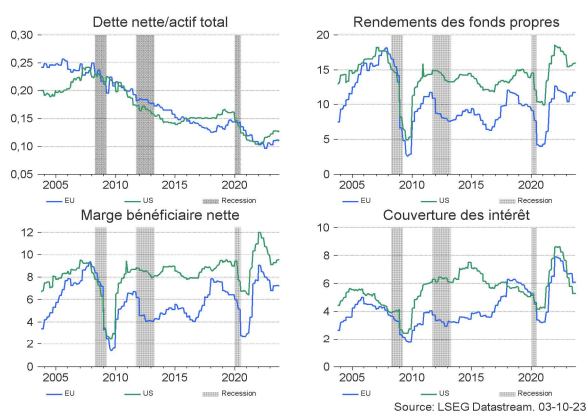
Comment ça marche ? Lorsque les spreads de crédit sont élevés, l'aversion au risque est également élevée et l'économie s'affaiblit. Les banques centrales réagissent en assouplissant leur politique monétaire, les entreprises en se désendettant et les investisseurs en réduisant le risque de leurs portefeuilles. En conséquence, le risque de crédit diminue et les spreads se resserrent. Lorsque les spreads de crédit sont serrés, l'appétit pour le risque est élevé et l'économie se renforce. Les banques centrales durcissent leur politique, les entreprises augmentent leur endettement

et les investisseurs ajoutent du risque à leurs portefeuilles. Par conséquent, le risque de crédit augmente et les spreads s'élargissent. Et la boucle est bouclée.

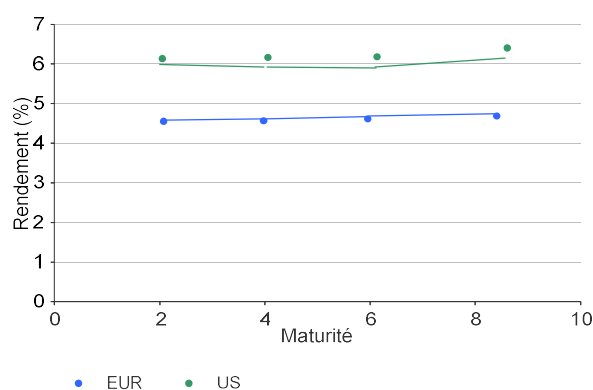
Où en sommes-nous ? Nous pensons que nous sommes actuellement en fin de cycle du régime d'Expansion. C'est une phase où les conditions de crédit sont serrées mais où le risque fondamental reste faible, puisque les fondamentaux des entreprises se détériorent mais restent encore solides. Nous sommes dans cette phase depuis 23 mois. La moyenne historique est de 18 mois. Par conséquent, nous nous approchons lentement mais sûrement du prochain régime, à savoir le Ralentissement.

Où investir ? Nous préférons nous positionner de façon prudente avec une stratégie de portage défensif. Nous privilégions les obligations d'entreprises Investment Grade (rendement moyen d'environ 4,7 % en zone euro et autour de 6 % aux États-Unis). Nous sommes neutres sur les obligations High Yield, malgré des rendements élevés. Les spreads de crédit sur ces obligations sont très serrés et devraient s'élargir si notre scénario de récession au T1-T2 2024 se réalise. Un meilleur point d'entrée apparaîtra alors.

LES FONDAMENTAUX DES ENTREPRISES SONT SAINS MAIS SE DÉTÉRIORENT



COURBES DES TAUX DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES EUR ET US



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous pensons que nous sommes actuellement en fin de cycle du régime d'Expansion. Nous nous approchons lentement mais sûrement du prochain régime, à savoir le Ralentissement. Par conséquent, nous préférons adopter une position prudente avec une stratégie de portage défensif. Nous aimons les obligations d'entreprises Investment Grade de la zone euro et des États-Unis. Nous sommes Neutres sur les obligations High Yield, malgré des rendements élevés. Les spreads de crédit sur ces obligations sont très serrés et devraient s'élargir si notre scénario de récession au T1-T2 2024 se réalise. Un meilleur point d'entrée apparaîtra alors.



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	4,58	---	
Allemagne	2,97	---	
France	3,54	57	4
Italie	4,92	195	29
Espagne	4,06	110	7
Portugal	3,75	78	6
Grèce	4,51	154	22

29/09/2023
Source: Refinitiv Datastream

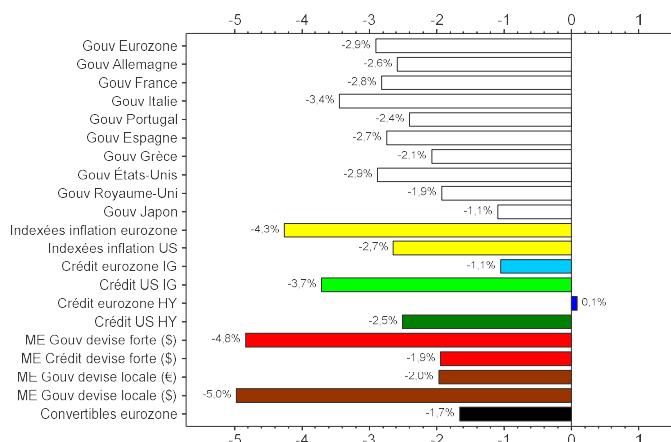
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	4,25	50	1
Obligations d'entreprise IG EUR	4,66	154	-3
Obligations d'entreprise IG USD	6,03	120	2
Obligations d'entreprise HY EUR	8,19	426	-13
Obligations d'entreprise HY USD	8,91	398	21
Émergents - Obligations d'État en devise forte	8,68	390	11
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	8,02	309	-8
Émergents - Obligations d'État en devise locale	6,82	219	38

29/09/2023
Source: Refinitiv Datastream, Bloomberg, JP Morgan



Performances

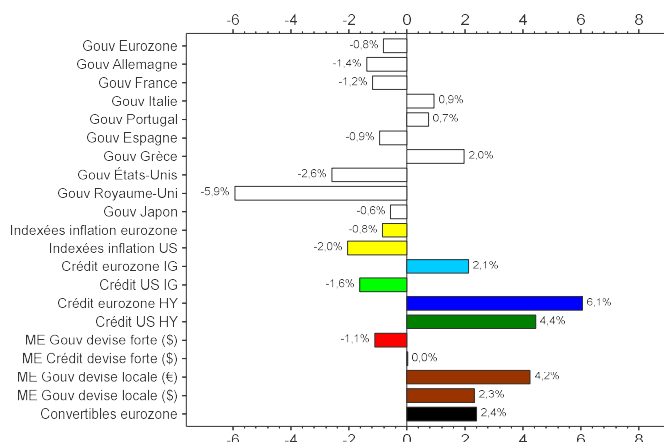
SUR UN MOIS



Source: LSEG Datastream, 03-10-23 Source: Bloomberg Barclays, sauf ME devise locale (JP Morgan) et Convertibles (Refinitiv)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 1ER JANVIER 2023



Source: LSEG Datastream, 03-10-23 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