

Perspectives mensuelles sur les marchés obligataires

Résumé

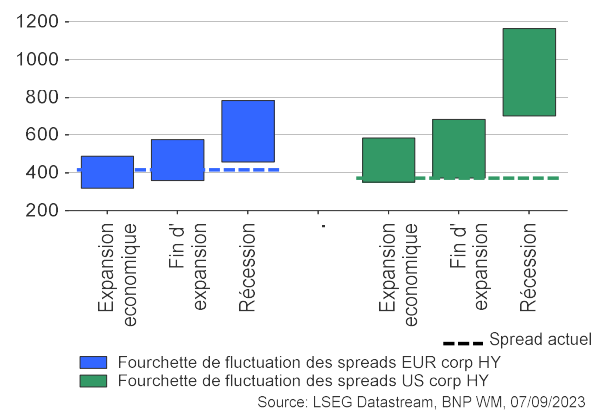
- 1. Point d'inflexion ?** Les banques centrales de la zone euro et des États-Unis ont assoupli leur discours face à la baisse notable de la croissance économique. Leur ambition de continuer à relever les taux semble se transformer en volonté de les maintenir à des niveaux restrictifs pendant une longue période. Nous pensons que la Fed et la BCE ne monteront plus leurs taux et qu'elles les maintiendront aux niveaux actuels pendant plusieurs trimestres (3,75 % pour le taux de dépôt de la BCE et 5,50 % pour la Fed). Nous prévoyons des baisses au deuxième trimestre 2024 pour la Fed et au troisième trimestre 2024 pour la BCE.
- 2. Obligations d'État allemandes :** les taux d'intérêt allemands devraient fluctuer dans une fourchette étroite au cours des 12 prochains mois. Notre objectif à 12 mois pour le 10 ans est de 2,50 %. Nous restons Neutre sur les obligations d'État allemandes.
- 3. Les obligations américaines, opportunités et danger :** nous pensons que les taux d'intérêt américains à long terme sont dans le haut de la fourchette. Cela ouvre des opportunités dans la mesure où le principal moteur de la performance attendue est le niveau de départ du rendement. De plus, nous anticipons une baisse des taux d'intérêt à long terme à mesure que l'économie s'affaiblit. Nous privilégions donc les obligations d'État américaines, y compris les échéances jusqu'à 10 ans, les obligations américaines indexées sur l'inflation, les Agency Mortgage-Backed Securities et les obligations d'entreprises américaines Investment Grade. Toutefois, nous ne recommandons pas les obligations d'entreprises à haut rendement américaines car les valorisations sont tendues.
- 4. Autres opportunités sur le marché obligataire :** nous sommes Positif sur les obligations d'État 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 7 septembre

Sommaire

Banques centrales	2
Rendements obligataires	3
Thème du mois : obligations américaines, opportunités et danger	4
Recommandations & données	5
Performance & équipe de Stratégie	6
Avertissement	7

NOTRE ÉTUDE SUGGÈRE QUE LES SPREADS DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES HIGH YIELD SONT TROP BAS PAR RAPPORT AU CYCLE ÉCONOMIQUE



Edouard Desbonnets

Senior Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Banques centrales

Taux restrictifs prolongés

Banque centrale européenne (BCE)

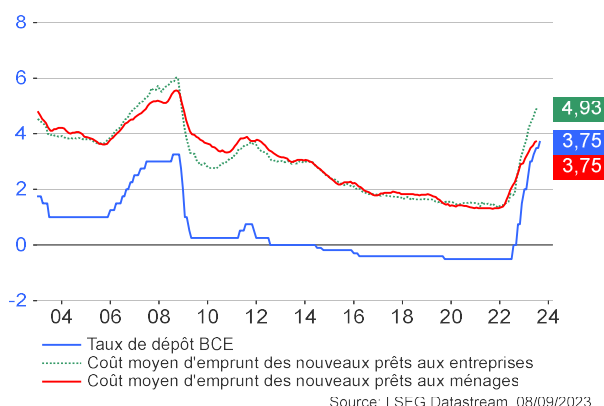
Une situation inconfortable : la BCE est confrontée à une inflation élevée persistante (inflation globale et sous-jacente supérieure à 5 %) et à une croissance économique en perte de vitesse.

Mais un discours accommodant : plusieurs membres influents de la BCE ont récemment assoupli leur position, invoquant le risque pour la croissance et affirmant que l'inflation devrait ralentir dans les prochains mois, tant pour les biens que pour les services.

Fin de la hausse des taux : nous pensons que la BCE maintiendra ses taux directeurs aux niveaux actuels, à savoir 3,75 % pour le taux de dépôt et à 4,25 % pour le taux de refinancement principal. Nous pensons que la BCE atteindra son objectif d'inflation en maintenant les taux aux niveaux restrictifs actuels pendant plusieurs trimestres car la transmission de la politique monétaire fonctionne correctement.

Aucune baisse des taux cette année : nous n'envisageons pas de baisse des taux avant le T3 2024.

LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE DE LA BCE FONCTIONNE : LE COÛT D'EMPRUNT DES NOUVEAUX PRÊTS A GRIMPÉ EN FLÈCHE



Réserve fédérale américaine (Fed)

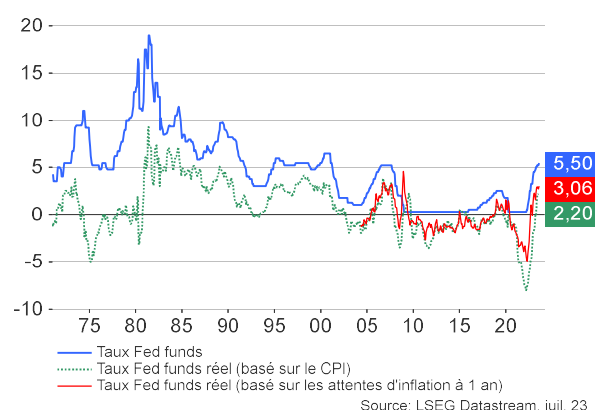
Atterrissage en douceur ? L'économie ne s'est pas effondrée malgré l'augmentation massive du taux directeur. Le marché du travail vient seulement de commencer à ralentir. L'inflation est tombée à 4,2 % (données de juillet sur les dépenses de consommation des particuliers).

La question clé n'est plus de savoir s'il faut un resserrement supplémentaire, mais plutôt pendant combien de temps le taux directeur devrait rester élevé. Plusieurs membres de la Fed semblent convaincus que les taux directeurs sont déjà suffisamment restrictifs pour permettre une baisse de l'inflation.

Nous pensons que le pic des taux a été atteint : nous n'envisageons plus de hausses et pensons que la Fed laissera son taux inchangé pendant plusieurs trimestres.

Pas de baisse des taux avant le T2 2024 selon nous car la Fed voudra éviter de voir les conditions financières s'assouplir.

LA FED RELÈVE GÉNÉRALEMENT SON TAUX JUSQU'À CE QUE SON TAUX EN TERME RÉEL DEVIENNE POSITIF



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

La banque centrale de la zone euro et celle des États-Unis ont assoupli leur discours face à la baisse notable de la croissance économique. Leur ambition de continuer à relever les taux semble se transformer en volonté de maintenir les taux à des niveaux restrictifs pendant une longue période. Nous pensons que la Fed et la BCE ne monteront plus leurs taux et qu'elles les maintiendront aux niveaux actuels pendant plusieurs trimestres (3,75 % pour le taux de dépôt de la BCE et 5,50 % pour la Fed). Nous prévoyons des baisses de taux au deuxième trimestre 2024 pour la Fed et au troisième trimestre 2024 pour la BCE.



Rendements obligataires

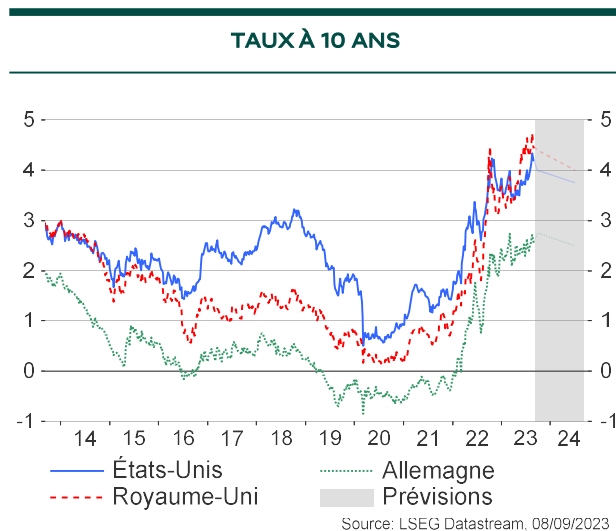
Taux longs aux plus hauts du cycle

Fort mouvement : les taux longs se sont tendus ces deux derniers mois, surtout aux États-Unis, en raison 1/ d'une croissance économique résiliente, 2/ d'une offre obligataire élevée durant les mois d'été où la liquidité est plus faible, et 3/ d'une plus faible demande de bons du Trésor américain de la part des investisseurs japonais et chinois.

Pic ? Les taux à 10 ans semblent avoir touché un haut de cycle aux États-Unis et peut-être aussi en Allemagne. Une envolée de nouvelles émissions et/ou l'accélération du rapatriement des capitaux des investisseurs japonais et chinois pourraient nous donner tort, mais ce risque paraît limité.

Nous sommes passés Positif sur les obligations d'État américaines et nous pensons qu'il est judicieux d'ajouter de la durée avec des échéances allant jusqu'à 10 ans.

Vue Neutre sur les obligations d'État allemandes. Les taux devraient rester dans une fourchette étroite ces 12 prochains mois en raison de la fin du cycle de resserrement de la BCE, du risque d'offre obligataire et de la reprise économique attendue en 2024.



	Maturités (années)	06/09/2023	Objectifs à 12 mois
États-Unis	2	5,03	3,50
	5	4,44	3,7
	10	4,30	3,75
	30	4,37	4
Allemagne	2	3,12	2,25
	5	2,66	2,50
	10	2,66	2,50
	30	2,77	2,60
Royaume-Uni	2	5,23	3,60
	5	4,81	3,65
	10	4,54	3,65
	30	4,79	4

Source: LSEG Datastream, BNP Paribas WM

CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Les taux à 10 ans semblent avoir touché un haut de cycle aux États-Unis. Nous identifions de nouvelles opportunités sur les obligations d'État américaines, y compris les échéances allant jusqu'à 10 ans. Nous restons Neutre à l'égard des obligations d'État allemandes, car les taux d'intérêt allemands devraient rester dans une fourchette étroite au cours des 12 prochains mois.



Thème du mois

Obligations américaines : opportunités et danger

Le contexte de taux : les taux longs américains se sont tendus ces derniers mois et ont atteint un plus haut de 14 ans. Compte tenu du ralentissement de l'inflation et du marché du travail et de l'affaiblissement de la croissance économique, les taux longs américains devraient baisser. Nous n'anticipons pas de baisse spectaculaire car la Fed ne devrait pas baisser ses taux de manière agressive. Néanmoins, certains actifs américains à long terme en profiteront.

Opportunité : les obligations d'État américaines. Nous identifions de nouvelles opportunités sur les obligations d'État américaines, y compris les échéances allant jusqu'à 10 ans. Le principal moteur de la performance attendue est le niveau de départ du rendement. Avec un rendement à 10 ans à 4,3 % et un potentiel de baisse, nous sommes passés positifs sur les obligations d'État américaines.

Opportunité : US TIPS. Nous privilégions également les obligations indexées sur l'inflation américaine (TIPS). Le rendement réel à 10 ans est maintenant à 2 %, un niveau observé il y a 14 ans. Les investisseurs en TIPS peuvent enfin gagner du revenu tout en ayant une couverture contre une éventuelle surprise sur l'inflation.

Opportunité : les prêts hypothécaires d'agences américaines (Agency MBS). Nous voyons une opportunité d'achat car les valorisations sont bon marché. Le spread moyen est élevé en comparaison historique. Ces obligations offrent un rendement de 5,2 %, sont garanties par l'État et présentent des caractéristiques défensives : faible volatilité historique et moindre corrélation avec les actions que les obligations d'entreprises.

Opportunité : les obligations d'entreprises américaines Investment Grade (IG). Le spread moyen est serré mais nous ne sommes pas inquiets à ce stade car l'offre obligataire est bien absorbée. À mesure que le temps passe et que le ralentissement économique se fera sentir, les investisseurs augmenteront leur exposition aux obligations d'entreprises IG par rapport aux obligations à haut rendement.

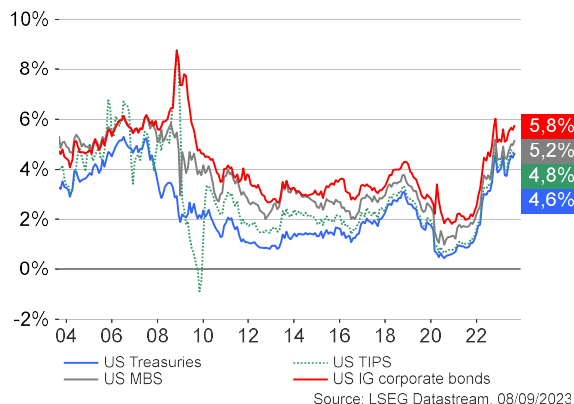
Le danger : les obligations d'entreprises américaines à haut rendement. Le spread moyen s'est fortement resserré, en contradiction avec le cycle économique selon nous. Il ne compense plus les risques croissants à venir tels que le ralentissement économique attendu et la hausse des taux de défaut vers les moyennes historiques.

ASYMÉTRIE DES PERFORMANCE TOTALES ATTENDUES À 12 MOIS SUR LES OBLIGATIONS D'ÉTAT AMÉRICAINES

	Rendement total attendu sur 12 mois en cas de variation de taux d'intérêt				
	-0,5%	-0,25%	Pas de changement	+0,25%	+0,5%
Bons du trésor à 2 ans	5,9%	5,4%	5,0%	4,5%	4,0%
Bons du trésor à 5 ans	6,6%	5,5%	4,4%	3,3%	2,2%
Bons du trésor à 10 ans	8,4%	6,3%	4,3%	2,3%	0,3%
Bons du trésor à 30 ans	13,2%	8,7%	4,4%	0,3%	-3,5%

Source: LSEG Datastream, BNP Paribas WM

DE NOMBREUSES OBLIGATIONS DÉFENSIVES OFFRENT DES RENDEMENTS ÉLEVÉS AUX ETATS-UNIS



CONCLUSION EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

Nous pensons que les taux d'intérêt américains à long terme sont dans le haut de la fourchette. Cela ouvre des opportunités dans la mesure où le principal moteur de la performance attendue est le niveau de départ du rendement. De plus, nous anticipons une baisse des taux d'intérêt à long terme à mesure que l'économie s'affaiblit. Nous favorisons donc les obligations d'État américaines, y compris les échéances jusqu'à 10 ans, les obligations américaines indexées sur l'inflation, les Agency Mortgage-Backed Securities et les obligations d'entreprises américaines Investment Grade. Toutefois, nous ne recommandons pas les obligations d'entreprises à haut rendement américaines car les valorisations sont tendues.



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	4,30	---	
Allemagne	2,66	---	
France	3,19	54	-3
Italie	4,41	175	7
Espagne	3,71	105	-1
Portugal	3,41	76	0
Grèce	3,99	133	3

06/09/2023
Source: LSEG Datastream

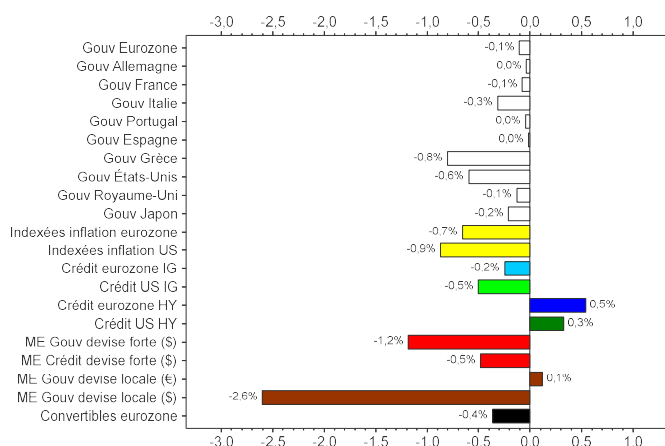
	Rendement (%)	Spread (pb)	Évolution du spread sur 1 mois (pb)
Global	4,05	49	1
Obligations d'entreprise IG EUR	4,44	156	7
Obligations d'entreprise IG USD	5,81	120	2
Obligations d'entreprise HY EUR	7,99	429	-1
Obligations d'entreprise HY USD	8,56	371	-19
Émergents - Obligations d'État en devise forte	8,29	376	4
Émergents - Obligations d'entreprise en devise forte	7,81	306	-9
Émergents - Obligations d'État en devise locale	6,51	207	16

06/09/2023
Source: LSEG Datastream, Bloomberg, JP Morgan



Performances

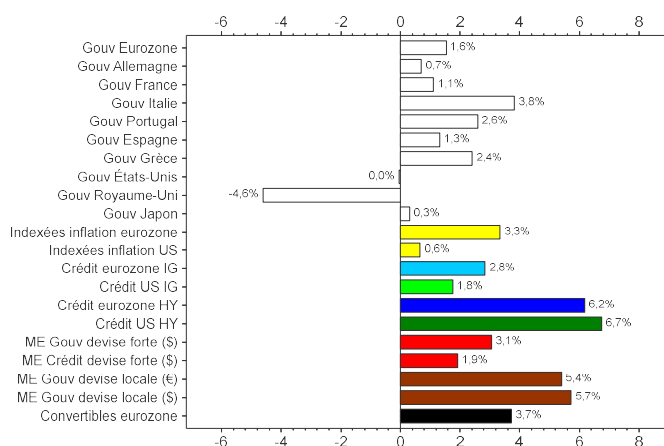
SUR UN MOIS



Source: LSEG Datastream, 07/09/2023 Source: Bloomberg Barclays, sauf ME devise locale (JP Morgan) et Convertibles (Refinitiv)

ME = Marchés émergents

DEPUIS LE 1ER JANVIER 2023



Source: LSEG Datastream, 07/09/2023 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