

Focus Stratégie d'investissement

Mieux vaut tard que jamais

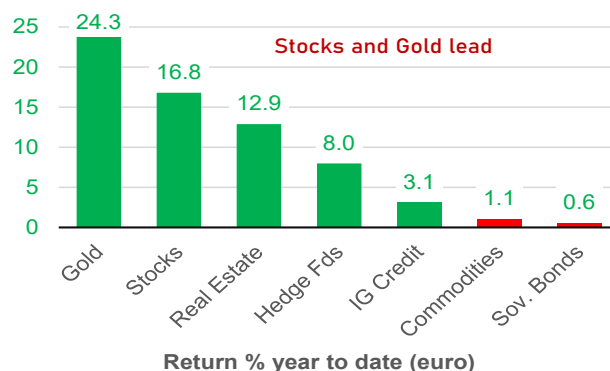
RÉSUMÉ

- La Fed agit enfin** : la Réserve fédérale américaine a entamé son cycle de réduction de ses taux directeurs avec une baisse de 0,5 %, faisant passer *les Fed Funds rates* en dessous de 5 %. Nous prévoyons maintenant d'autres réductions en novembre et décembre, ainsi que quatre autres l'année prochaine pour atteindre 3,5 % fin 2025, sans baisse des rendements obligataires à long terme.
- Le risque macroéconomique diminue** : le cycle de réduction des taux coordonné stimule la liquidité macroéconomique, tandis que la volatilité du marché se calme. Le risque macroéconomique a considérablement reculé depuis début août, soutenant un rebond des actifs à risque. L'élection présidentielle américaine de novembre pourrait encore entraîner des turbulences, mais pourrait finalement bénéficier aux actions.
- L'or atteint un nouveau record** : les achats des banques centrales et des particuliers soutiennent et prolongent le marché haussier de l'or, qui atteint 2665 USD/once. Nous restons positifs et visons 3000 USD/once dans 12 mois.
- Les actions américaines et chinoises progressent malgré la saisonnalité** : l'indice S&P 500 a atteint un nouveau sommet après la baisse des taux de la Fed. Les indices boursiers chinois ont progressé de 16 à 29 % depuis le 11 septembre grâce à de nouvelles annonces de mesures de relance. Les effets saisonniers deviennent généralement favorables à partir de la mi-octobre.
- Les valeurs immobilières européennes sont en hausse** : les prix des logements commencent à se redresser sur les marchés sensibles aux taux d'intérêt comme le Royaume-Uni et la Suède. L'immobilier coté a progressé de 18 % depuis avril, et les rendements des fonds immobiliers européens ont augmenté de 1 % en moyenne d'un trimestre à l'autre au deuxième trimestre. Nous préférons les REIT cotés, car ils réagissent plus rapidement aux baisses des taux courts et longs.

SOMMAIRE

Perspectives macroéconomiques et de marché	2
La Fed se rattrape	3
Le risque macroéconomique diminue	4
Virage de la Chine en faveur d'une relance de la croissance	5
Obligations émergentes et or : 2 bénéficiaires de la baisse des taux américains	6
L'immobilier coté se reprend	7
Nos principales recommandations	8
Tableaux économiques et de change	9
Avertissement	10

2024, PERFORMANCE À DEUX CHIFFRES POUR L'OR, LES ACTIONS INTERNATIONALES ET LES REIT COTÉS



Source : BNP Paribas, Bloomberg Remarque : Immobilier = REIT internationaux cotés









Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



Perspectives macroéconomiques et de marché

	Macro		<ul style="list-style-type: none"> Les statistiques économiques américaines sont ressorties globalement supérieures aux attentes, en particulier en ce qui concerne le sentiment des consommateurs. Le secteur manufacturier reste le point faible. Les premières demandes d'allocations chômage suggèrent un ralentissement des embauches et non une hausse des licenciements. Dans la zone euro, la confiance des consommateurs reste orientée à la hausse. Le secteur manufacturier constitue la principale source d'inquiétude. Le secteur des services résiste un peu mieux. La Chine et le commerce mondial pourraient surprendre de manière positive.
	Taux	=	<ul style="list-style-type: none"> Taux des fonds fédéraux attendus à 3,5 % fin 2025. Notre objectif de rendement à 12 mois de bons du Trésor américain à 10 ans reste de 4 %. Nous sommes passés tactiquement de Positif sur les emprunts d'État américains à Neutre, dans la mesure où nous anticipons une hausse des taux à court terme. Les obligations souveraines émergentes (en devise locale et en USD) offrent toujours des rendements attractifs de plus de 6 %.
	CRÉDIT	+	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons positifs à moyen terme sur les obligations d'entreprises américaines et de la zone euro de qualité (<i>Investment Grade</i>), mais chercherons de meilleurs points d'entrée à court terme après la récente compression des rendements.
	ACTIONS	+	<ul style="list-style-type: none"> Les principaux risques sont que le marché commence à réévaluer les craintes liées à la croissance, les banques centrales étant perçues comme « en retard ». Privilégier la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon. En Asie, nous préférons Singapour, la Corée du Sud et l'Indonésie. Nous apprécions les petites capitalisations européennes. Positif sur la santé, l'industrie et les matériaux comme les métaux. Nous apprécions également les secteurs de la finance, de la technologie et les REIT dans l'UE. Nous privilégions les thèmes d'investissement tels que l'eau propre, les mines de cuivre, les infrastructures électriques, l'économie circulaire et les marchés « deep value ».
	Immobilier	=	<ul style="list-style-type: none"> Les effets différés de la hausse des taux d'intérêt s'estompent au vu de la stabilité des rendements de l'immobilier commercial au second trimestre 2024. Nous anticipons une lente stabilisation des prix immobiliers européens, avec des rendements locatifs désormais plus attractifs. Nous privilégions l'exposition à l'industrie et à la logistique en raison des niveaux de rendement, la croissance attendue des loyers étant soutenue par la robustesse de la demande sous-jacente. Exposition privilégiée aux REIT cotés en bourse en raison de la faiblesse des cours / valeurs comptables et d'un rendement de dividende de 4 %.
	Matières premières	+/=	<ul style="list-style-type: none"> Or : opinion positive, sachant que les banques centrales des pays émergents devraient poursuivre leurs achats stratégiques et que les ménages asiatiques restent acheteurs. L'objectif de cours à 12 mois a été relevé à 3000 USD l'once. Opinion neutre sur le pétrole, fourchette de prix du pétrole brut Brent de 70-80 USD du fait de la baisse de la demande mondiale de pétrole et de la réduction anticipée des quotas de production de l'OPEP+ en 2025.
	OPCVM alternatifs/Actifs privés	=	<ul style="list-style-type: none"> Nous privilégions les fonds <i>relative value equity</i>, <i>credit</i> et <i>event driven</i> pour leurs solides performances ajustées des risques et leur faible volatilité. Les fonds de capital investissement constituent une sous-classe d'actifs privés privilégiée compte tenu de rendements robustes à long terme et d'une abondance d'opportunités sur les marchés publics.
	Devises		<ul style="list-style-type: none"> EUR/USD : objectif à 3 mois de 1,10 USD et à 12 mois de 1,12 USD (valeur d'un euro). USD/JPY : objectif à 3 mois de 145 et à 12 mois de 140 (valeur d'un dollar américain).

La Fed fait un bond en avant

La Fed frappe fort

Depuis juillet 2023, le taux des Fed Funds s'est établi entre 5,25 % et 5,5 %, un niveau restrictif visant à réduire la croissance économique et ainsi l'inflation.

Cela a-t-il fonctionné ? Avec un secteur manufacturier en récession, une inflation sous-jacente de 2,6 % en glissement annuel sur la base des dépenses de consommation personnelle (PCE), et une hausse du chômage, on peut conclure que la Fed atteint son objectif en matière d'inflation.

Avec un double mandat qui cible à la fois l'inflation et l'emploi, la Fed se concentre désormais sur le maintien d'un emploi stable.

Cet objectif peut être atteint en réduisant l'impact des taux d'intérêt sur la croissance économique, en les abaissant vers le taux "neutre" (un peu plus de 3 %), un niveau où il ne freine ni ne stimule la croissance.

Les ralentissements économiques sont par nature créateurs de risque. Souvent, la Fed change de cap trop tard lorsque l'économie américaine est déjà en récession ou sur le point de l'être (une période prolongée de contraction économique). Selon l'enquête ISM sur le secteur manufacturier, 15 à 20 % de l'économie consacrés à ce secteur se contractent depuis mi-2023. La consommation intérieure a également ralenti, avec une croissance des ventes au détail aux États-Unis de 2,3 % en août en glissement annuel. Si l'on soustrait l'effet de la hausse des prix, les volumes des ventes au détail sont stables. Le taux de chômage a également augmenté, passant de 3,4 % à la mi-2023 à 4,2 % aujourd'hui. Ces éléments ne sont guère le signe d'une économie en forte croissance.

Atterrissage en douceur préféré à l'objectif d'inflation de 2 %

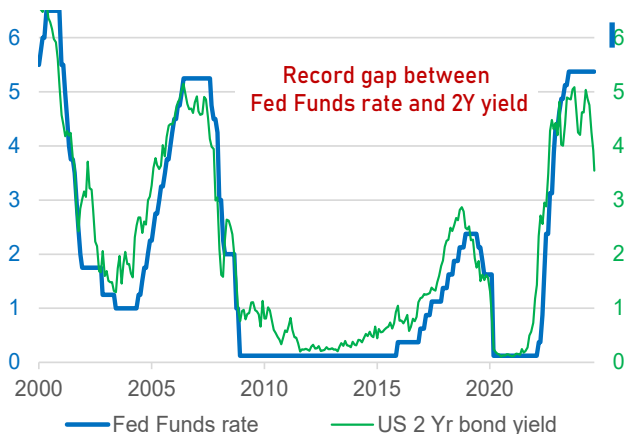
La réduction de 0,5 % du taux des Fed Funds en septembre est un signe clair que la Réserve fédérale préfère assurer un "atterrissage en douceur", dans lequel l'économie ralentit mais n'entre pas en récession, au risque de voir l'inflation de base rester au-dessus de son objectif de 2 % à court terme. Si la Fed atteignait cet objectif, nous ne devrions observer qu'une hausse modeste du chômage (la Fed prévoit un pic de 4,4 %), ce qui serait favorable aux actions des petites et moyennes entreprises et aux secteurs cycliques.

Messages clés : la Réserve fédérale (Fed) a entamé son cycle de réduction des taux avec une baisse de 50 pb, mais a indiqué qu'elle n'avait pas l'intention de maintenir ce rythme.

Selon nous, les anticipations du marché d'une baisse rapide et marquée des taux d'intérêt restent trop élevées. Nous prévoyons des baisses de 25 pb lors des réunions de novembre et décembre, suivies de baisses trimestrielles de 25 pb en 2025, conduisant à un taux directeur de 3,5 % d'ici décembre 2025, proche de notre estimation du taux neutre à 3,25 %. Nous continuons d'anticiper une hausse à court terme des taux longs américains à 10 ans, avant un recul à 4 % dans 12 mois.

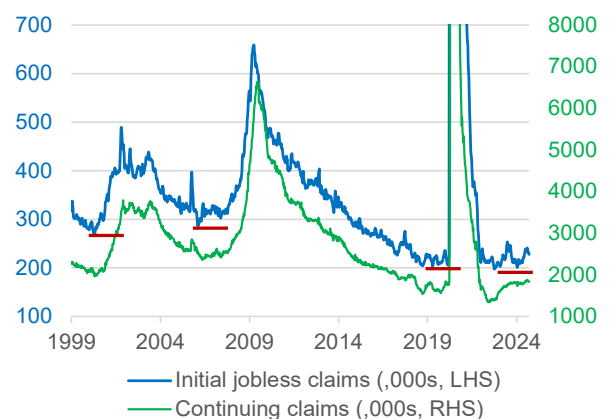
Le cycle de baisse des taux devrait soutenir les marchés financiers internationaux, en particulier les actions, les matières premières et les obligations d'entreprises au cours des derniers mois de 2024. Historiquement, les obligations ont tendance à surperformer les actions durant les cycles de baisse des taux, en particulier en période de récession. Cependant, dans un scénario d'atterrissage en douceur tel que celui que nous connaissons actuellement, les actions devraient selon nous surperformer les obligations.

LES RENDEMENTS DES BONS DU TRÉSOR À 2 ANS ANTICIPENT UN CYCLE DE BAISS RAPIDE DES TAUX DE LA FED



Source : Bloomberg

LES DEMANDES D'ALLOCAIONS CHOMAGE AUX ÉTATS-UNIS RESTENT INFÉRIEURES AUX POINTS BAS D'AVANT-RÉCESSION DE 2000 ET 2006



Source : Bloomberg

Les défis de la BCE

Edouard DESBONNETS

Détérioration macroéconomique

Bien que la tendance désinflationniste se poursuive, des doutes subsistent quant au potentiel de croissance économique de la zone euro.

L'inflation a bien reculé depuis son pic, atteignant 1,8 % pour l'inflation globale et 2,7 % pour l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie). Les perspectives de cette tendance à la désinflation restent intactes, avec une baisse récente des prix du pétrole et un ralentissement de la croissance salariale, qui devrait se poursuivre. Les données récentes montrent que l'écart entre les négociations d'augmentation et les paiements réels se réduit, en particulier en Allemagne, où le ralentissement a été net. En fait, les anticipations du marché suggèrent que l'inflation sous-jacente pourrait tomber sous l'objectif de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE) l'année prochaine, ce qui pourrait poser de nouveaux défis à la BCE pour faire remonter l'inflation.

La BCE s'inquiète davantage des perspectives de croissance. Les indicateurs avancés (enquêtes PMI) du secteur manufacturier signalent une contraction de l'activité. Le secteur des services, en revanche, s'est stabilisé dans une zone d'expansion modeste et représente la plus grande part de l'économie. Le secteur manufacturier souffre de trois incertitudes majeures : i) la faiblesse économique en Chine, ii) la possibilité d'imposer des droits de douane à l'importation en cas de réélection de Donald Trump, et iii) le manque de visibilité pour le secteur automobile. La Chine vient d'annoncer un vaste plan de relance qui devrait améliorer les perspectives pour les exportateurs européens. L'incertitude autour des droits de douane américains devrait également s'atténuer après les élections américaines. La question de la visibilité concernant l'industrie automobile pourrait durer un peu plus longtemps. Des taux plus bas devraient également soutenir l'économie en 2025.

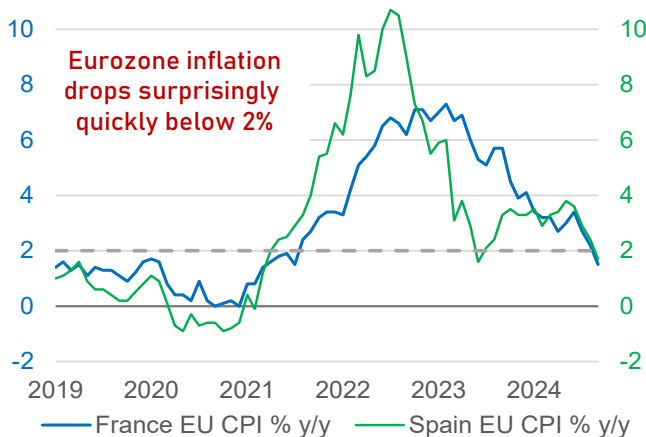
La réponse de la BCE

Traditionnellement, les « faucons » de la BCE tendent à accorder plus de crédit aux données brutes (PIB, inflation) et aux prévisions de la BCE qu'aux enquêtes, qu'ils considèrent comme plus pessimistes que la réalité. Malheureusement, il n'y aura pas beaucoup de publications de données avant la prochaine réunion de la BCE, prévue le 17 octobre.

La BCE a longtemps affirmé que l'inflation des services était persistante (4 % en septembre) et que les marchés devraient faire preuve de patience. Mais compte tenu de la détérioration de l'économie, nous pensons que la BCE pourrait être amenée à avancer les baisses de taux. Nous prévoyons une baisse de 25 points de base lors des deux prochaines réunions cette année (octobre et décembre). Nous pensons que la BCE reprendra un rythme de baisse trimestriel de 25 points de base l'année prochaine après une baisse de 100 points de base en 2024. Le cycle de baisse des taux devrait se poursuivre jusqu'à ce que le taux directeur atteigne le taux neutre, que nous estimons à environ 2,25 %, et qui serait atteint en septembre 2025.

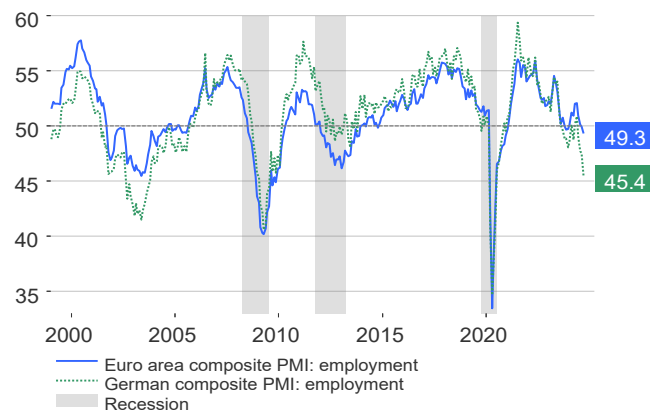
Messages clés : l'économie de la zone euro est faible et le secteur manufacturier se détériore. Nous nous attendons à ce que la BCE réalise ses baisses de taux plus vite. Le marché anticipe un scénario légèrement plus agressif pour la BCE. Nous pensons donc que les rendements obligataires pourraient augmenter dans les prochains mois avant de baisser à nouveau. Notre objectif à 12 mois est de 2 % pour le rendement à 2 ans et de 2,25 % pour le rendement à 10 ans en Allemagne. Par conséquent, nous restons prudents pour le moment, avec une opinion neutre sur les obligations d'État allemandes et une préférence pour les maturités courtes.

LES TAUX D'INFLATION DE LA ZONE EURO TOMBENT EN DESSOUS DE 2 % PLUS VITE QUE PRÉVU



Source : Bloomberg

LA COMPOSANTE EMPLOI DES ENQUÊTES PMI SE DÉGRADE FORTEMENT



Source : LSEG Datastream, Sep 24

Source : Datastream

Le risque macroéconomique diminue avec l'assouplissement des conditions financières

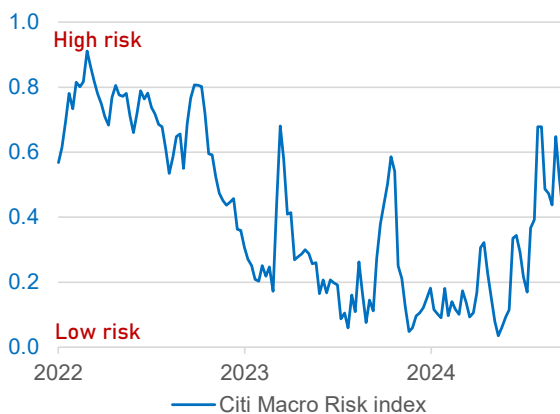
La volatilité est retombée après le pic du début du mois d'août

Le souvenir du « choc de volatilité » de début août, lorsque les marchés actions ont chuté et que l'indice de volatilité VIX aux États-Unis a atteint un sommet pluriannuel de plus de 60, continue de s'estomper. Aujourd'hui, l'indice VIX s'établit à 16, bien en deçà des bas niveaux de début 2024, mais est revenu actuellement sous sa moyenne à long terme de 20. Le recul du niveau de risque macroéconomique perçu par les marchés financiers, représenté par l'indice Citi Macro Risk, est passé de 0,7 (le maximum étant 1,0) en août à moins de 0,5 fin septembre. Les conditions financières aux États-Unis continuent de se détendre, principalement en raison de la chute rapide des rendements obligataires à court et long terme depuis mai. Cependant, elles sont encore loin des conditions extrêmement favorables observées fin 2020 et en 2021. L'assouplissement des conditions financières et l'augmentation de la liquidité, que traduit la croissance de la masse monétaire mondiale, ont propulsé l'indice MSCI World (en dollars américains) vers un nouveau sommet historique, principalement grâce aux actions américaines. Les obligations d'entreprises ont également bénéficié d'une chasse au rendement renouvelée, enregistrant un rendement total de 16 % en USD depuis octobre de l'année dernière.

Secteurs à la traîne : technologie et énergie

Depuis fin juin, les secteurs de la technologie et de l'énergie ont sous-performé les marchés boursiers. Le secteur de l'énergie a été freiné par la faiblesse des prix du pétrole brut, en raison de la baisse de la demande finale de produits pétroliers, tandis que les méga-capitalisations technologiques connaissent une sous-performance à court terme en raison de valorisations élevées et de prises de bénéfices après des performances exceptionnelles au premier semestre.

LE NIVEAU DE RISQUE MACROÉCONOMIQUE REVIENT À LA MOYENNE À LONG TERME APRÈS LE PIC DE DÉBUT AOÛT



Source : Bloomberg



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

Leaders sectoriels : ceux sensibles aux obligations et assurance

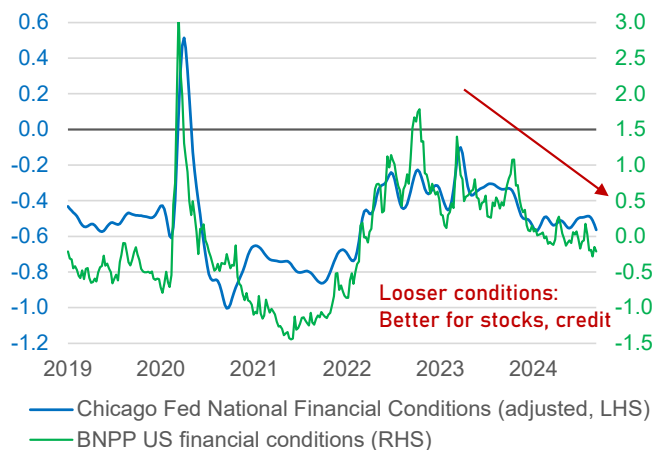
La chute spectaculaire des rendements obligataires depuis mai a été le principal facteur de la rotation vers les secteurs sensibles aux obligations américaines ou européennes, comme l'immobilier coté, les services publics et les télécommunications. L'assurance se démarque parmi les secteurs financiers, bénéficiant d'une forte croissance des valeurs comptables et de la rentabilité, en partie grâce à la hausse résiliente des primes. Notez également que le secteur de l'assurance offre un rendement généreux du dividende de plus de 5 %.

Retour en grâce des dividendes

La baisse des rendements des dépôts en espèces et des obligations à court et long terme a mis en lumière les entreprises offrant des dividendes élevés et durables, en particulier en dehors des États-Unis. En Europe, l'indice MSCI Europe High Dividend Yield (dividendes élevés) a rapporté 12 % depuis le début de l'année et offre encore un rendement de dividende à terme de 4,9 %. Cela offre un surplus de 1,4 % au rendement obligataire moyen aujourd'hui dans l'univers des obligations d'entreprises de qualité Investment Grade de Bloomberg Europe.

Le risque macroéconomique diminue : une baisse coordonnée des taux stimule la liquidité, tandis que la volatilité des marchés se calme. Le risque macroéconomique s'est considérablement atténué depuis début août, soutenant un rebond des actifs risqués. L'élection présidentielle américaine de novembre pourrait déclencher une certaine volatilité, mais pourrait à terme soutenir les actions. Nous restons positifs sur les actions, avec une préférence pour les moyennes/petites capitalisations et de dividendes/valeurs. Privilégier les titres des secteurs de l'assurance, de la santé et des infrastructures électriques.

LES CONDITIONS FINANCIÈRES AMÉRICAINES S'ASSOULISSENT, MAIS SONT LOIN DES PLUS BAS DE 2021



Source : BNP Paribas, Bloomberg

La banque
d'un monde
qui change

La Chine pivote vers la stimulation de la croissance

Grace Tam

Le dernier plan de relance monétaire dépasse les attentes du marché

La première baisse de taux importante de la Fed et le renforcement récent du RMB ont donné à la Banque populaire de Chine (PBoC) la possibilité d'effectuer un assouplissement plus important que prévu. Le ton accommodant de la PBoC et des mesures monétaires plus proactives soutiennent la liquidité et sont positifs pour les marchés boursiers de Hong Kong et de Chine. **Nous nous attendons à ce que les actions éligibles cotées à Hong Kong et les ETFs de Chine continentale soient les principaux bénéficiaires.**

La réduction du taux de réserves obligatoires (RRR) injectera 1 trillion de RMB dans le système bancaire. Cette injection monétaire réduira également le coût des fonds pour les banques, ce qui incitera les banques à prêter à l'économie réelle plutôt qu'à acheter des obligations.

Grâce à cet assouplissement et cette injection de liquidités, notamment auprès des courtiers, les entreprises technologiques et innovantes qui ont du mal à emprunter auprès des banques peuvent maintenant bénéficier de l'amélioration de cet environnement. Les régulateurs annoncent également davantage de politiques pour promouvoir la collecte de fonds à long terme et rationaliser les procédures de fusion et d'acquisition à court terme.

Le Politburo chinois s'engage à intensifier son soutien budgétaire

La réduction des taux hypothécaires devrait permettre aux ménages d'économiser 150 milliards de RMB sur les dépenses d'intérêts par an. Si un tiers de cette somme se traduit par de la consommation, cela représenterait environ 0,05 % du PIB, ce qui reste très faible. D'autres mesures visant à stimuler la consommation sont donc encore nécessaires pour soutenir la croissance économique. L'annonce de l'assouplissement monétaire suscite l'attente du marché quant à l'annonce prochaine de nouvelles politiques fiscales destinées à relancer la demande intérieure de l'économie réelle, ce qui est également la clé d'une reprise boursière plus soutenue.

Les valorisations sont bon marché et le momentum reste favorable : les valorisations de l'indice Hang Seng, avec un PER anticipé de 9,9x (contre une moyenne sur 5 ans de 10,9x) et du CSI 300 à 13,5x (contre une moyenne sur 5 ans de 13,8x), restent encore faibles. Le cycle de baisse des taux de la Fed améliorera également la liquidité mondiale et, combiné à l'affaiblissement du dollar américain, profitera aux actions asiatiques, y compris celles de Hong Kong et de Chine.

Relance	Mesures	Conséquences pour le marché
Taux directeurs	<ul style="list-style-type: none"> Réduction de 20 pb du taux de reverse repo à 7 jours Réduction de 30 pb du taux MLF à 1 an (taux de facilité de prêt à moyen terme) Réduction de 20-25 pb du LPR (taux prêteur de référence) Réduction de 20-25 pb du taux de dépôt pour stabiliser les marges nettes d'intérêt des banques 	<ul style="list-style-type: none"> L'ampleur des différentes baisses simultanées de taux directeurs et de réserves obligatoires (RRR) suggère que les décideurs politiques sont toujours déterminés à atteindre l'objectif de croissance de 5 %
RRR	<ul style="list-style-type: none"> Baisse de 50 pb Nouvelle baisse de 25-50 pb fin 2024 	<ul style="list-style-type: none"> Injection de 1000 milliards RMB dans le système bancaire
Banques	<ul style="list-style-type: none"> Ajout de fonds propres Core Tier-1 pour 6 grandes banques 	<ul style="list-style-type: none"> Augmentation de la capacité des banques à soutenir l'économie réelle
Marché immobilier	<ul style="list-style-type: none"> Réduction moyenne de 50 pb des taux d'hypothèque en cours (proche du nouveau taux hypothécaire) Diminution du ratio d'apport minimum pour les acheteurs de deuxième maison de 25 % à 15 % (identique à celui des acheteurs de première maison) Augmentation de l'aide au prêt de logement locatif pour couvrir 100 % du principal des prêts au lieu de 60 % afin d'accélérer la réduction des stocks. Prolongation des politiques de soutien aux prêts de gestion immobilière et aux prêts en cours des promoteurs jusqu'à fin 2026 	<ul style="list-style-type: none"> L'impact de l'assouplissement de la politique immobilière devrait être modéré La baisse des taux hypothécaires devrait permettre d'économiser aux ménages une charge d'intérêt annuelle de 150 milliards RMB Si un tiers de ce montant se traduit par de la consommation, cela représentera environ 0,05 % du PIB, ce qui est encore très faible Des politiques budgétaires plus agressives sont encore nécessaires
Bourse	<ul style="list-style-type: none"> Mise en place d'un programme de swap de 500 milliards de RMB pour les assureurs, les sociétés de gestion et les courtiers afin d'exploiter les liquidités de la PBoC pour acheter des actions. Facilités de refinancement de 300 milliards de RMB pour encourager les banques à fournir des prêts aux sociétés cotées pour des rachats d'actions. Mise en place de plan de soutien de la valeur de marché de certains constituants des principaux indices d'actions A 6 lignes directrices de réforme pour soutenir les fusions et acquisitions 	<ul style="list-style-type: none"> Ce programme de 800 Mds RMB est considérable, représentant environ 1,03x le chiffre d'affaires quotidien, 2,5x le total des rachats d'actions 2023, 1,3x les achats de l'équipe nationale depuis le début de l'année, 3,4x les flux annuels moyens vers le nord ; les quotas peuvent être augmentés Apporter un soutien supplémentaire en termes de liquidité et accroître la valeur boursière Les actions éligibles au Sud et les ETF onshore en sont les principaux bénéficiaires



Les obligations émergentes et l'or bénéficient de la baisse des taux américains et du dollar

Les obligations émergentes restent attractives

Depuis fin avril, les marchés des obligations souveraines et d'entreprises ont rebondi dans le sillage de la baisse continue de l'inflation mondiale, alimentant ainsi des attentes croissantes de baisses de taux d'intérêt de référence par les grandes banques centrales, avec au premier rang la Fed.

La baisse des rendements s'est traduite par un rendement total de 13 % pour les obligations du Trésor américain à 10 ans au cours des 5 mois suivant la fin avril. Les obligations d'entreprises américaines ont rapporté entre 7 et 9 % pendant cette période, tandis que les obligations d'entreprises européennes ont enregistré un rendement de 4 %.

Les obligations souveraines des marchés émergents libellées en devises fortes ont également bien performé, avec un rendement de 8 % sur cette période. Cependant, contrairement aux obligations d'entreprises américaines *Investment Grade* et *High Yield*, qui se négocient actuellement à des niveaux d'écart historiquement serrés par rapport aux obligations du Trésor, les écarts de taux des obligations des marchés émergents restent relativement attractifs par rapport à leur fourchette historique de 10 ans.

Selon l'indice de référence utilisé (Bloomberg ou J.P. Morgan EMBI), cette classe d'actifs continue d'offrir des rendements de 6 à 7 % aux investisseurs à la recherche de revenus, tout en présentant une répartition presque équivalente entre les obligations *Investment Grade* et celles à haut rendement. Sur le plan fondamental, les économies des marchés émergents ont accru leur résilience grâce à des politiques prudentes, et sont aujourd'hui en tête en matière de réduction des vulnérabilités liées à la dette par rapport aux autres économies. Enfin, les flux vers cette classe d'actifs ont récemment augmenté, les investisseurs se positionnant pour bénéficier d'un contexte favorable lié aux prochaines baisses de taux de la Fed.

L'or confirme sa tendance haussière grâce aux flux sur les ETF

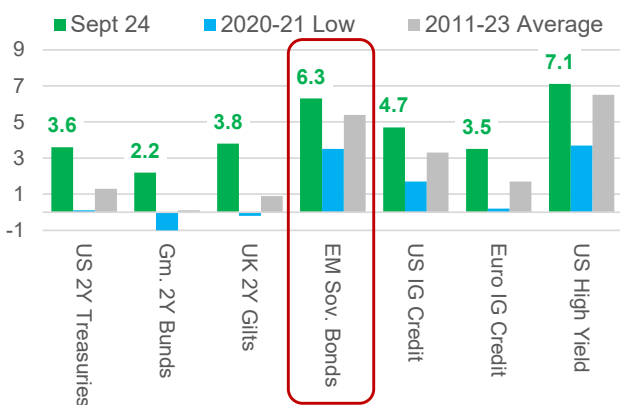
Depuis fin avril, l'indice du dollar américain a diminué de plus de 3 % par rapport à un panier de devises, alors que les écarts de taux d'intérêt pour les obligations américaines à court et long terme se resserrent par rapport aux comparaisons internationales.

La possibilité d'une nouvelle faiblesse du dollar américain, alors que la Fed réduit ses taux plus rapidement que les autres banques centrales, associée à la baisse des rendements réels et à une demande continue des banques centrales et des particuliers pour l'or physique, sont autant de facteurs qui soutiennent notre opinion positive sur l'or.

Si nous examinons les trois derniers cycles de baisse des taux de la Fed (2000-2003, 2007-2008 et 2019-2020), dans chaque cas, le prix de l'or a fortement augmenté, gagnant en moyenne 20 % dans les 12 mois suivant la première réduction de taux de la Fed. Après avoir subi d'énormes sorties de capitaux au cours des trois premiers mois de cette année, le principal ETF de l'or physique, GLD, coté aux États-Unis, a enregistré des entrées de 3,7 milliards USD, soulignant la demande relativement récente des investisseurs particuliers occidentaux pour cette classe d'actifs. Combiné à la demande continue des banques centrales et des investisseurs asiatiques, ce marché haussier de l'or pourrait encore se prolonger si les facteurs fondamentaux de tensions géopolitiques, la baisse des rendements réels et la faiblesse du dollar américain persistent.

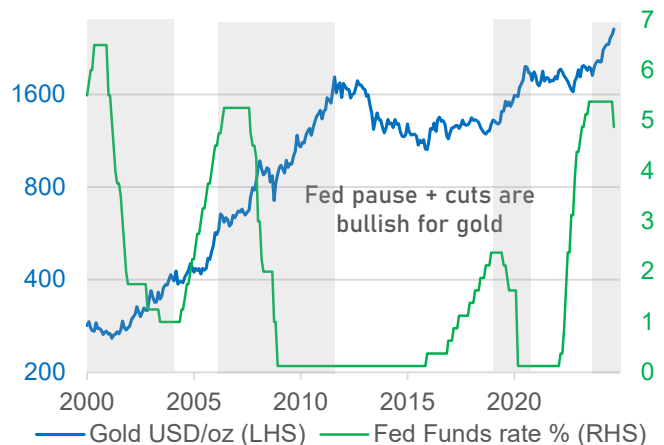
L'or atteint un nouveau point haut historique supérieur à 2600 USD l'once : le marché haussier de l'or se poursuit grâce aux achats des banques centrales et des particuliers, pour atteindre 2665 USD l'once. Meilleure classe d'actifs jusqu'à présent en 2025, nous restons positifs et attendons 3000 USD l'once sur 12 mois.

LES OBLIGATIONS ÉMERGENTES OFFRENT TOUJOURS DES RENDEMENTS ATTRACTIFS



Source : BNP Paribas, Bloomberg

L'OR A GAGNÉ ENV. 20 % SUR 12 MOIS EN MOYENNE APRÈS LA 1^{ER} BAISSE DE TAUX AU COURS DES 3 DERNIERS CYCLES



Source : BNP Paribas, Bloomberg

L'immobilier coté porté par la baisse des taux

Le mouvement brusque des taux soutient l'immobilier

La baisse des taux d'intérêt à court et à long terme depuis octobre 2023, qui s'est accélérée à partir de mai de cette année, commence à soutenir l'immobilier aux États-Unis et en Europe. Le taux hypothécaire fixe moyen sur 30 ans aux États-Unis a chuté à un peu plus de 6 % depuis un pic de 7,9 % en 2023, tandis que les prêts hypothécaires fixes de 2 ans au Royaume-Uni sont désormais proposés à 5 %, après un sommet de 6,2 % en 2023. En conséquence, les prix des logements augmentent de 6,5 % en glissement annuel dans les grandes villes américaines, de 7 % en Suède et de 3 % en Allemagne, après les corrections de prix de 2023. La poursuite des baisses de taux d'intérêt sur la période 2024-2025 devrait soutenir la croissance des prix des logements sur chaque marché.

Revalorisation de l'immobilier commercial presque terminée

Nous soutenons qu'à l'échelle mondiale, presque tous les effets négatifs des augmentations de taux d'intérêt de 2022-2023 ont désormais été intégrés dans les valeurs immobilières. Il existe une relation décalée entre les taux d'intérêt et les valeurs de l'immobilier commercial, du fait de la fréquence limitée des évaluations des valeurs nettes des actifs immobiliers (généralement effectuées une ou deux fois par an).

Compte tenu de la liquidité accrue des secteurs immobiliers cotés sur les marchés d'actions internationales, ceux-ci ont réagi beaucoup plus rapidement aux fluctuations des taux d'intérêt. Cela explique pourquoi nous préférons revenir sur l'immobilier via les REIT cotés pour le moment. Il existe généralement un décalage de 3-4 trimestres entre les prix des REIT cotés et les valeurs liquidatives des fonds immobiliers non cotés. Cela suggère que les valeurs de l'immobilier commercial non coté en Europe et aux États-Unis devraient déjà avoir atteint leur niveau le plus bas au deuxième trimestre de cette année.

Les moteurs économiques de la demande restent solides

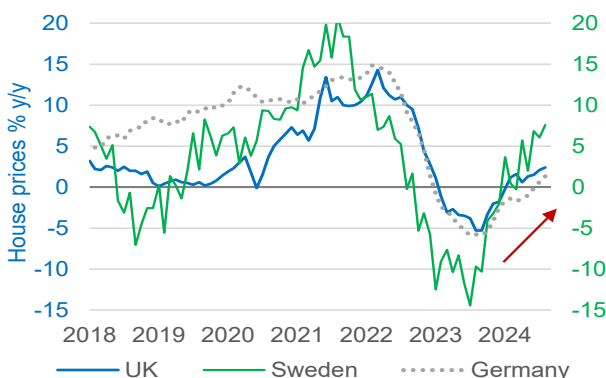
La croissance modeste continue des économies mondiales et les tendances positives de l'emploi soutiennent la demande finale pour les biens résidentiels et commerciaux dans les grandes villes, avec une croissance des loyers globalement résiliente. Selon le gestionnaire de fonds PGIM, dans les phases de creux ou précoces de reprise du cycle immobilier mondial, la croissance du capital à 5 ans est en moyenne de 5 à 6 % par an. À cela, nous pouvons ajouter les rendements locatifs en vigueur, qui sont en moyenne de 5 % dans les différentes régions et secteurs selon les principales agences immobilières commerciales (en mai 2024).

En Europe, préférence pour le secteur industriel/entrepôt

En Europe, le seul segment de l'immobilier commercial à afficher une performance positive au premier semestre 2024 est celui de l'industrie/entrepôt. Selon BNP Paribas Real Estate, le secteur européen de la logistique de premier plan devrait générer un rendement locatif de 5 % et une croissance moyenne des loyers de 2,5 % sur 5 ans, ce qui suggère un rendement total annuel moyen futur proche de 8 %. Le logement étudiant est un autre secteur qui bénéficie d'une combinaison favorable de sous-offre et de forte demande. En revanche, le segment des bureaux secondaires devrait continuer de souffrir compte tenu des taux d'inoccupation élevés et de la préférence des locataires pour les bureaux haut de gamme.

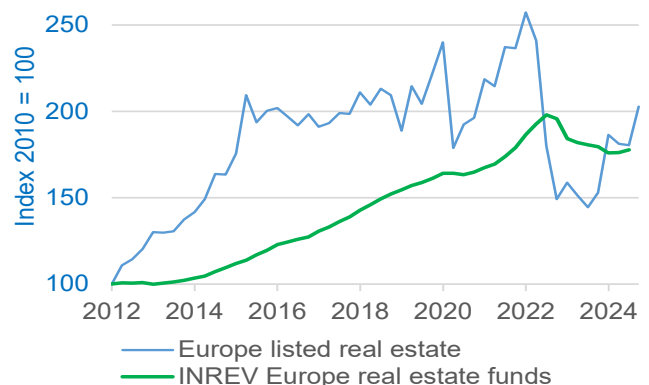
Les prix de l'immobilier européen commencent à augmenter : les prix immobiliers commencent à se redresser dans des marchés sensibles aux taux d'intérêt comme le Royaume-Uni et la Suède, à la faveur de taux d'intérêt plus faibles. L'immobilier coté a progressé de 18 % depuis le mois d'avril et les rendements des fonds immobiliers européens ont été de +1 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre. **Préférer les REIT cotés pour le moment, car ils réagissent plus rapidement à la baisse des taux à court et long terme.**

LES PRIX DE L'IMMOBILIER AU ROYAUME-UNI, EN SUÈDE ET EN ALLEMAGNE ONT AUGMENTÉ SUR LES 12 DERNIERS MOIS



Source : BNP Paribas, Bloomberg

HAUSSE DES VALEURS DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL EUROPÉEN AUX T2 ET T3



Source : BNP Paribas, Bloomberg



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

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, Brésil, Chine, Corée du Sud, Singapour et Indonésie		La liquidité mondiale continue de soutenir les marchés actions. Parmi les principaux moteurs figurent la baisse 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 lors des consolidations.
			Secteurs	Soins de santé mondiaux, Industrie, Matériaux, Finances et technologies de l'UE	Biens de consommation cycliques, Biens de consommation non cycliques, Voyages et loisirs	Les compagnies d'assurance européennes bénéficient d'une forte inflation des taux de primes d'assurance et de dividendes généreux. Les soins de santé ont bénéficié d'une solide saison des résultats et de pipelines de médicaments prometteurs.
			Styles/thèmes	Qualité, thèmes méga-tendance		Thèmes d'économie circulaire, Electrification, Sécurité, Deep Value
OBLIGATIONS	=	=	Obligations d'État			Nos objectifs de rendement à 10 ans sont de 4 % aux États-Unis et de 2,25 % en Allemagne sur un an. Privilégier les obligations indexées sur l'inflation américaines.
	+	+	Crédit	Crédit US, Euro IG		Nous privilégions le crédit <i>Investment Grade</i> en nous concentrant sur les obligations d'entreprises européennes grâce à des spreads raisonnables, des flux de trésorerie et des bilans solides.
	+	+	Obligations émergentes	USD et devise locale		Offre des rendements élevés par rapport aux obligations américaines <i>High Yield</i> , des perspectives économiques solides
LIQUIDITÉS	-	-				
MATIÈRES PREMIÈRES	+/-	+		Or Pétrole Métaux industriels		Pétrole (=) : la baisse de la demande mondiale et la perspective d'une réduction progressive de la production de l'OPEP + devraient maintenir le prix du Brent dans une fourchette de 70-80 dollars. Métaux de base (+) : les perspectives du secteur manufacturier s'améliorent. La demande conjoncturelle répondra aux besoins structurels tandis que l'offre reste limitée. Or (+) : nous restons positifs à moyen terme pour des raisons géopolitiques, objectif 12 mois = 3000 USD.
MARCHÉ DES CHANGES			EUR/USD			Notre objectif EUR/USD est de 1,12 USD (valeur de 1 euro) sur 12 mois.
IMMOBILIER	=	=		Soins de santé, logistique/entrepôts		La baisse des taux de financement devrait offrir un contexte plus positif pour l'immobilier. L'immobilier de bureaux est confronté à des vents contraires en raison de la faiblesse de la demande. Privilégier l'immobilier coté, les stratégies à valeur ajoutée.
FONDS ALTERNATIFS				Long/Short Equity, Crédit et Relative Value, suivi de tendance		Depuis le début de l'année 2023, les fonds alternatifs Relative Value ont surperformé les indices obligataires/de crédit, offrant ainsi des rendements moins risqués et une faible volatilité.
INFRASTRUCTURES	+	+		Énergie, transport, eau		D'excellentes performances à long terme sont attendues des infrastructures privées et cotées compte tenu du sous-investissement à long terme.



Prévisions économiques et marché de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth %	2023	2024	2025
United States	2.5	2.6	1.9
Japan	1.7	-0.2	0.7
Eurozone	0.5	0.8	1.4
Germany	-0.1	0.1	1.0
France	1.1	1.2	1.2
Italy	1.0	0.9	1.2
Emerging			
China	5.2	4.9	4.5
India*	8.2	6.9	6.7
Brazil	2.9	3.1	2.0

* Fiscal year
Source : BNP Paribas, Bloomberg - 03/10/2024

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation %	2023	2024	2025
United States	4.1	2.9	2.2
Japan	3.2	2.6	2.4
Eurozone	5.4	2.4	2.0
Germany	6.1	2.5	2.4
France	5.7	2.5	1.1
Italy	6.0	1.2	2.0
Emerging			
China	0.2	0.4	1.3
India*	5.4	4.7	4.3
Brazil	4.6	4.3	3.8

* Fiscal year
Source : BNP Paribas, Bloomberg - 03/10/2024

	Country	Spot 29/09/2024	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1,12	1,10	1,12
	United Kingdom	EUR / GBP 0,84	0,84	0,84
	Switzerland	EUR / CHF 0,95	0,94	0,96
	Japan	EUR / JPY 161,30	160	157
	Sweden	EUR / SEK 11,33	11,00	11,00
	Norway	EUR / NOK 11,75	11,30	11,00
Against dollar	Japan	USD / JPY 144,38	145	140
	Canada	USD / CAD 1,35	1,32	1,30
	Australia	AUD / USD 0,69	0,68	0,70
	New Zealand	NZD / USD 0,63	0,63	0,63
	Brazil	USD / BRL 5,49	5,50	5,30
	India	USD / INR 83,61	82,0	82,0
	China	USD / CNY 7,02	7,10	7,10

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Au 3 octobre 2024

L'ÉQUIPE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

Isabelle ENOS

Senior Investment Advisor

Charles GIROT

Senior Investment Advisor

ITALY

Luca IANDIMARINO

Chief Investment Advisor

BELGIUM

Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Actions

Xavier TIMMERMANS

Senior Investment Strategist, PRB

GERMANY

Stephan KEMPER

Chief Investment Strategist

LUXEMBOURG

Guy ERTZ

Deputy Chief Investment Officer

Edouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Obligations

ASIA

Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM

Chief Investment Strategist



CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

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 exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. 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 (2024). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change