

OBLIGATIONS

Les principaux moteurs sont la liquidité mondiale, les perspectives américaines et la politique

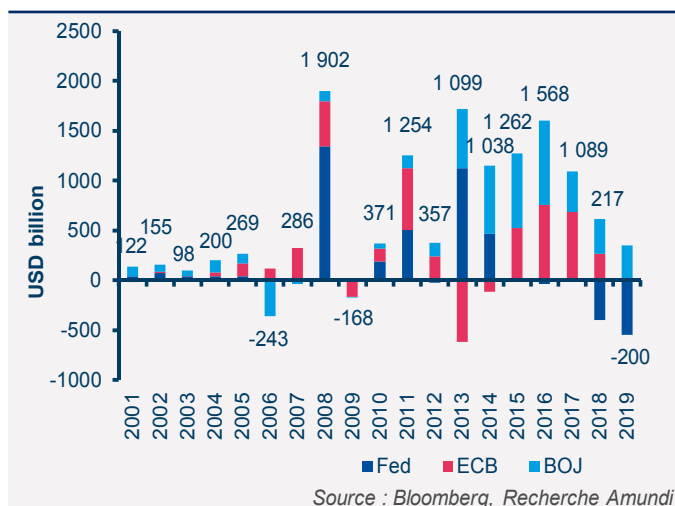
L'essentiel

Les perspectives économiques américaines, le cycle mondial des liquidités et la politique seront les principaux moteurs des marchés obligataires en 2019. Nous prévoyons que la forte croissance américaine ralentira au cours des prochains trimestres, ce qui déterminera la fin du cycle de durcissement de la Fed et limitera la hausse des rendements obligataires américains. Les risques géopolitiques pourraient peser à la fois sur la croissance mondiale et sur l'aversion globale au risque du marché. Ceci pourrait pousser le rendement des principaux marchés obligataires vers le bas. Le statut de valeur refuge du marché des bons du Trésor américain de l'USD et du Bund mérite d'être noté. La combinaison d'une augmentation de l'offre de dette américaine et d'une réduction des injections de liquidités de la banque centrale jouera un rôle dans la détermination des facteurs techniques, tant pour le marché des obligations souveraines que pour celui des obligations d'entreprises. Dans ce contexte, les investisseurs devront augmenter la duration, en particulier aux États-Unis, en tant que stratégie défensive, et réduire les risques dans leurs portefeuilles. Nous restons prudents sur les émetteurs périphériques de la zone euro, et très sélectifs sur le crédit, où les valorisations sont tendues, en particulier pour le haut rendement américain de moindre qualité.

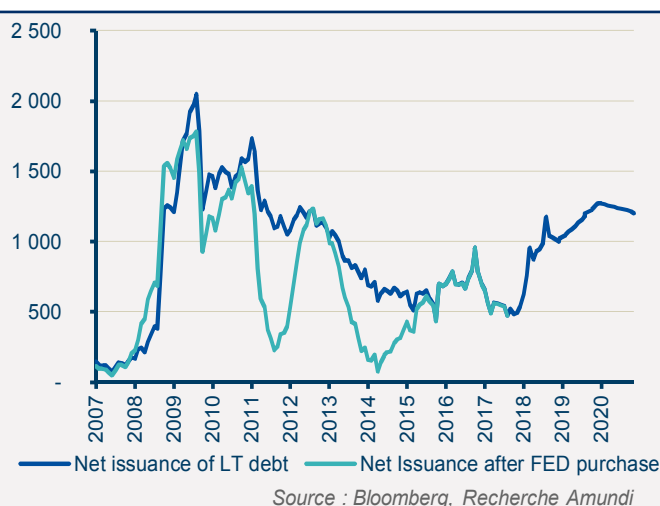
Divergences sur les rendements des obligations « core » : les perspectives américaines, la Fed et la liquidité mondiale sont à surveiller

- **Le ralentissement de la croissance américaine attendu au second semestre 2019 et la maîtrise des pressions inflationnistes devraient limiter la hausse des taux longs dans les marchés développés.** Aux États-Unis, la fin du cycle de durcissement monétaire est en vue après une hausse des taux de la Fed en décembre 2018 suivie de deux hausses au premier semestre 2019. De leur côté, les membres du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale semblent moins certains des perspectives économiques à partir de 2020-2021. Un scénario avec des taux à long terme plus élevés exigerait : (1) une expansion économique américaine soutenue sur une plus longue période, sans forte pression sur l'inflation ; ou (2) un pic d'inflation. La réalisation de ces deux facteurs est peu probable et nous pensons que toute nouvelle hausse des rendements obligataires américains, induite par une certaine pression sur les salaires, pourrait être de courte durée et d'ampleur limitée. En Europe, les taux à long terme devraient atteindre leur niveau plancher, avec la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et la première hausse des taux d'intérêt (mais pas avant septembre 2019). Nous prévoyons également que la tendance à la hausse des taux à long terme sera limitée, la suppression des mesures accommodantes de la BCE restant très progressive.
- **Des facteurs techniques de moins en moins favorables devraient encourager la hausse des taux et l'élargissement des spreads, mais devraient aussi peser sur la croissance mondiale.** En 2019, les injections nettes de liquidités par les banques centrales des marchés développés deviendront négatives. Dans le même

1/ Bilan des banques centrales



2/ États-Unis : volume net d'émission obligataire du Trésor (12 m glissants, milliards USD)



temps, l'offre de dette américaine va faire un bond pour financer la politique expansionniste de l'administration américaine et les échéances des entreprises américaines lourdement endettées. Les investisseurs non-résidents ont apporté un soutien considérable au marché des obligations d'entreprises libellées en dollars américains ces dernières années, mais le contexte a évolué et d'énormes coûts de couverture ont réduit l'intérêt des investisseurs japonais ou de la zone euro pour les actifs américains. Au deuxième trimestre 2018, les investisseurs de la zone euro ont réduit leurs avoirs nets en titres de dette américains pour la première fois en quatre ans tandis que les avoirs japonais en bons du Trésor américain sont à leur plus bas niveau depuis 2011. Ainsi, l'augmentation considérable des besoins de financement aux États-Unis sera probablement absorbée par les investisseurs en dollars aux dépens des marchés émergents. Par conséquent, la hausse de l'offre de titres d'emprunt américains pourrait pousser les taux à la hausse, mais une telle hausse pouvant accroître les risques à la baisse pour l'économie mondiale, nous prévoyons une pression haussière limitée sur les rendements obligataires américains. En Europe, malgré la fin des nouveaux achats d'assouplissement quantitatif, les facteurs techniques seront encore partiellement soutenus par des volumes importants de réinvestissements de la BCE et par l'approche très progressive que la banque centrale est susceptible d'adopter quant à la normalisation des taux.

Principales convictions pour les marchés obligataires et de crédit en 2019

Le potentiel d'augmentation des taux américains est, à notre avis, limité par plusieurs facteurs : 1) la forte demande de bons du Trésor américain par les investisseurs en dollars américains ; 2) le risque de baisse associé au scénario de croissance mondiale (sensibilité des marchés émergents et de la croissance mondiale aux niveaux des taux américains) ; et 3) la phase de maturité du cycle américain (niveau élevé de la dette publique et privée, faiblesse du marché immobilier). Dans la zone euro, la BCE va se montrer prudente sur les hausses de taux et l'aversion au risque devrait rester élevée. Par conséquent, nous prévoyons une pression limitée sur les taux d'intérêt.

Dans le scénario de hausses limitées, nous prévoyons ceci :

- **Aux États-Unis : Au premier semestre 2019 :** les taux d'intérêt devraient se stabiliser ou n'augmenter que légèrement, les rendements à 10 ans atteignant leur pic proche de celui attendu des Fed Funds. Selon ce scénario, les rendements à 10 ans pourraient osciller aux alentours des niveaux actuels au cours des prochains mois, et la courbe des taux américains ne s'aplatirait que légèrement. Ainsi, en termes de segments de courbe, le segment court à moyen continuerait d'offrir une combinaison risque/rendement intéressante par rapport à la partie longue de la courbe. **Au second semestre 2019 :** nous percevons un léger risque de baisse des rendements obligataires, ainsi qu'un ralentissement de la croissance américaine et la réalisation par la Fed de son objectif de normalisation des taux.
- **En Europe :** la BCE devrait s'en tenir à ses prévisions prudentes en matière de taux. La première hausse ne devrait pas intervenir avant le troisième trimestre 2019 et devrait être suivie d'une longue période de réinvestissements (de deux à trois ans). Cette approche très progressive dépendra des statistiques (et des questions commerciales/risques politiques/impact des cours pétroliers sur l'euro). La BCE devra choisir le moment de la première hausse des taux d'intérêt avec soin, le risque étant qu'elle intervienne alors même que la Fed suspend son cycle monétaire et que l'euro se renforce, entraînant potentiellement un durcissement excessif des conditions financières. En outre, malgré un contexte de croissance positive, les risques persistent sur le front politique (Italie, élections européennes, Brexit). Pour ces raisons, nous nous attendons à ce que les Bunds à 10 ans augmentent, bien que de

Rendements obligataires à 10 ans - Déc. 2019	
	Fourchette cible (%)
États-Unis	3,1/3,2
Allemagne	0,55/0,75
Japon	0,1/0,2
Royaume-Uni	1,7/1,8

Données au lundi 15 octobre 2018.

Déclencheurs positifs	Risques à surveiller
<ul style="list-style-type: none"> • L'assouplissement du risque politique ainsi qu'un éventuel « soft Brexit » favoriseraient une reprise des écarts de taux sur les obligations périphériques et les obligations d'entreprises dans la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dans le domaine des emprunts d'État, une surprise positive en matière d'inflation/croissance aux États-Unis et/ou une erreur de politique monétaire (un retrait trop rapide de l'assouplissement quantitatif par la BCE ou la BoJ) pourraient entraîner une hausse des taux d'intérêt.
<ul style="list-style-type: none"> • Un accord entre la Chine et les États-Unis sur les échanges commerciaux serait positif pour le crédit mondial et américain ainsi que pour les écarts de taux dans la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dans la zone euro, la persistance ou l'augmentation du risque politique pèseraient sur les pays périphériques et les obligations d'entreprises, malgré un risque de contagion limité jusqu'à présent.
<ul style="list-style-type: none"> • Sur le segment des obligations d'État, les risques de croissance et/ou d'ordre géopolitique favoriseraient la recherche de valeurs refuges. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sur les marchés du crédit, les risques proviennent d'un durcissement soudain et non désiré des conditions de financement lié à des surprises négatives sur la croissance, en particulier aux États-Unis où les niveaux d'endettement sont plus élevés.

façon limitée. Une BCE conciliante permet le maintien de la quête de rendement sur les échéances de deux à cinq ans, segment dans lequel les *spreads* italiens offrent également plus d'espace pour une normalisation en cas de confrontation préalable avec l'UE.

- Dans un tel contexte, les investisseurs pourraient envisager de couvrir les portefeuilles obligataires contre le **risque d'inflation** qui persiste.
- **Les marchés du crédit** offrent une combinaison de fondamentaux plutôt favorables, mais de facteurs techniques qui le sont moins, tandis que les valorisations diffèrent plus significativement entre les États-Unis et la zone euro et entre les notations supérieures et celles spéculatives. L'effet de levier, les valorisations et le soutien des investisseurs étrangers sont des défis plus difficiles à relever aux États-Unis. Sur ce plan, un certain niveau de diversification vers les secteurs du crédit structuré, y compris les MBS d'agences ou les MBS et ABS hors agences, peut offrir une valeur relative plus intéressante aux investisseurs. Les risques politiques et une croissance macroéconomique moins éclatante, ainsi que la fin du programme d'achat d'obligations émises par des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme* - CSPP), constituent des défis de taille pour les entreprises européennes. Parallèlement, les valorisations semblent plus tendues dans l'ensemble pour les obligations à bêta élevé libellées en USD. Les entreprises américaines de notation supérieure (Investment Grade) et de durée faible, ainsi qu'une approche plus tactique du haut rendement (High Yield) en euro et du secteur financier, en fonction de l'évolution des risques politiques, auront la préférence, tandis que les émetteurs « core » maintiennent leur solidité.

En conclusion, l'environnement décrit ci-dessus nécessite une approche active et tactique des titres obligataires mondiaux pour l'année prochaine. Le positionnement sous-exposé en durée caractéristique de la majeure partie de 2018 sera remplacé par une approche plus constructive de la durée (neutre aux États-Unis), qui sert également de couverture aux risques mondiaux. Du côté du crédit, l'amélioration de la qualité sera essentielle. La rotation sectorielle d'un large éventail d'actifs obligataires et la diversification du continuum du crédit (actifs liquides et illiquides/dette privée) pourraient contribuer à créer de la valeur pour les investisseurs. Alors que la liquidité mondiale est appelée à se contracter, nous pourrions assister à des épisodes de détérioration de la liquidité du marché. Par conséquent, il sera essentiel de mettre l'accent sur la gestion des liquidités pour pouvoir se saisir des occasions qui devraient se présenter au cours de l'année.

Avertissement

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - metamorworks; blackdovfx

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Contributeurs

AINOUZ Valentine, Stratégiste Taux et change

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

BERARDI Alessia, Responsable adjoint de la Recherche Macroéconomique

BERTINO Claudia, Responsable Amundi Investment Insights Unit

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et change

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

BRARD Eric, Directeur du métier Fixed Income

CESARINI Federico, Stratégiste Multi-Asset

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

DELBÒ Debora, Stratégiste Actions

DRABOWICZ Alexandre, Responsable adjoint Actions

FIOROT Laura, Responsable adjointe Amundi Investment Insights Unit

FORTES Roberta, Stratégiste Change

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions diversifiées

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie Actions, Responsable adjoint de la Stratégie

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

PIRONDINI Marco, Directeur Actions, États-Unis

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Stratégie Multi-Asset

SYZDYKOV Yerlan, Responsable des Marchés Émergents

TAUBES Kenneth J. Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

WANE Ibra, Stratégiste Actions

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

DEFEND Monica, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche