

THÉMATIQUE

Obligations d'État de la zone euro

L'état des financements par rapport au QE de la BCE présage d'un bon équilibre offre/demande dans les derniers mois de 2020



SERGIO BERTONCINI
Responsable de la Recherche
Taux et Change

*70 % et 80 %
des besoins
d'approvisionnement
souverain brut et net
estimés des pays de
la zone euro pour
l'ensemble de 2020
ont été placés dans les
sept premiers mois de
l'année*

Les progrès en matière de financement paraissent assez encourageants en fin juillet pour les obligations d'État de la zone euro, environ 80 % des besoins estimés d'émissions nettes pour l'année ayant été couverts, et ce dans les quatre mois d'avril à juillet pour la plupart (plus de 50 %). Si l'on considère l'offre restante par rapport aux flux de la BCE, le contexte technique des obligations souveraines de la zone euro semble favorable aux taux bas et à la quête persistante de portage qui en découle.

Financements 2020 : bilan positif pour l'heure

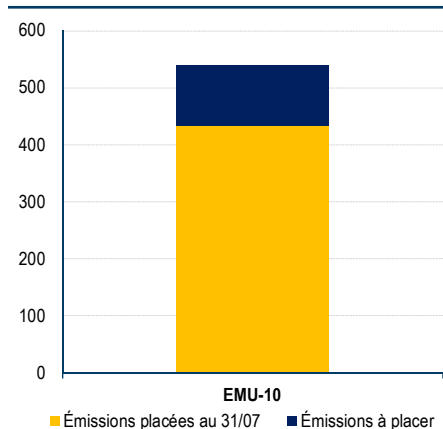
Les mesures budgétaires d'envergure qui ont été requises pour faire face à la crise mondiale déclenchée par le Covid-19 ont entraîné un bond soudain à des niveaux records des besoins de financement annuels de tous les grands émetteurs de dette souveraine des économies avancées. Les pays de la zone euro n'ont pas fait exception et, en quelques mois, la forte hausse des déficits budgétaires prévisionnels a fait flamber les volumes d'émission bruts et nets de dette publique nécessaires pour l'année 2020. À titre d'exemple, l'Italie et l'Espagne ont multiplié le volume de leurs émissions nettes d'obligations pour l'année par 3,5 et 4 respectivement par rapport à leurs objectifs annuels initiaux, tandis que dans les pays du cœur de la zone euro les besoins de financement de l'Allemagne ont augmenté encore davantage, en raison de son vaste plan de relance budgétaire. Les révisions et augmentations des besoins de remboursement sont, en outre, intervenues à la fin d'un premier trimestre caractérisé par une augmentation moyenne moindre des financements. En effet, les deux premiers mois de l'année s'étaient basés sur des estimations de refinancement nettement plus faibles, tandis qu'en mars, au plus fort de la crise, les conditions du marché étaient devenues très difficiles. Cette combinaison de facteurs a entraîné une accélération encore plus marquée de l'activité sur le marché primaire au deuxième trimestre et en juillet, avec le déploiement d'efforts exceptionnels et sans précédent par les trésors de tous les pays de la zone euro au cours des quatre mois d'avril à juillet

pour répondre rapidement à la hausse des besoins de financement. L'efficacité de ces efforts est sans conteste attribuable pour l'essentiel à l'activisme de la BCE du côté de la demande et aux effets indirects du soutien par la politique monétaire de la demande des investisseurs privés pour la dette souveraine, principalement parmi les banques.

Si l'on se penche sur les chiffres, les progrès en matière de financement pour 2020 semblaient assez encourageants à la fin du mois de juillet. **Concrètement, 70 % et 80 % des besoins d'approvisionnement souverain brut et net estimés des pays de la zone euro pour l'ensemble de 2020 ont été placés dans les sept premiers mois de l'année**, avec des progrès assez importants pour les différents pays (voir graphique 1). Si les « quatre grands », à savoir l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, ont encore une petite portion de leur offre nette à placer, d'autres pays ont déjà atteint ou même dépassé leurs objectifs nets annuels. Comme nous l'avions anticipé, l'essentiel des émissions (plus de 50 % du volume annuel) a été effectué entre avril et juillet, alors qu'à fin mars seulement 28 % des émissions nettes de la dette publique de la zone euro avaient été placées. Il est sans doute utile de souligner que ce bond de l'offre n'a pas empêché les marchés obligataires de se redresser. Le rendement moyen à l'échéance des obligations souveraines européennes est passé d'un pic de 0,5 points de base en avril à -0,03 points de base à la fin du mois de juillet, ce qui signifie que les volumes d'émission records concentrés en quelques mois seulement ont été plus que compensés par la hausse de la demande.

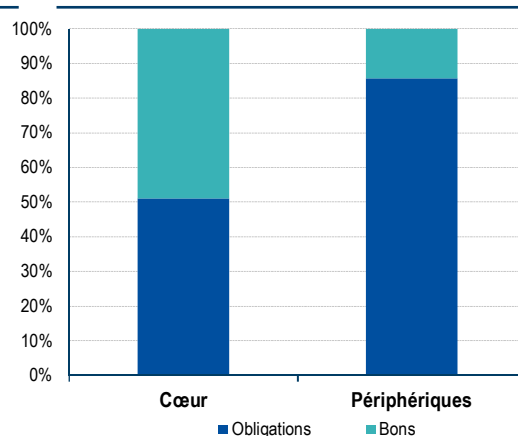
THÉMATIQUE

1/ **Émissions nettes d'obligations souveraines de l'UEM à 10 ans placées cette année et estimation du reste à placer**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi
Données 31/07/2020

2/ **Répartition sur l'année en cours (au 31 juillet) des émissions nettes de dette souveraine entre obligations et bons, en % : pays cœur vs périphériques**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi
Données au 31/07/2020

Les chiffres présentés dans le graphique se rapportent aux obligations à moyen/long terme des 10 pays les plus actifs, à savoir : l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande, l'Irlande et le Portugal.

La composition différenciée des financements entre pays cœur et périphériques se reflète dans la diversité des maturités moyennes pondérées des achats de la BCE

Les besoins de financement extraordinaires résultant de la crise du Covid-19 ont été couverts par des combinaisons de financement assez différentes entre les pays du cœur de la zone euro, d'une part, et les pays périphériques, d'autre part. Comme ce fut déjà le cas après la crise de 2008 et la crise de la dette souveraine, les pays du cœur de la zone euro ont privilégié des émissions massives de bons et d'obligations d'État à court terme, tandis que les pays périphériques ont continué à préférer les obligations à moyen et long terme afin de maintenir une maturité moyenne élevée et de réduire le risque de refinancement pour les prochaines années. Les chiffres publiés (graphique 2) montrent que les émissions nettes de dette depuis le début de l'année sont réparties à parts égales entre obligations à long terme et bons à court terme dans les pays cœur, tandis que dans les pays périphériques, les obligations à long

terme représentent 85 % des émissions. Le détail des chiffres des pays cœur montre même que le mix de l'Allemagne contient 75 % de bons à court terme, tandis que le mix de la France semble plus équilibré. Ces dosages différents se reflètent également dans les achats de la BCE, l'Allemagne (et les Pays-Bas) enregistrant la plus faible maturité moyenne pondérée du QE de tous les pays de la zone euro.

Sur la base des communiqués et des chiffres relatifs aux refinancements publiés jusqu'à présent, nous estimons que le bilan de l'année en cours est assez représentatif de la composition globale attendue pour l'ensemble de l'année 2020. Sur les derniers mois de l'année, il est probable que les instruments de court terme soient privilégiés pour la dette allemande, contrairement à la France la proportion de bons à court terme ne devrait plus changer de manière significative. En ce qui concerne les pays dits périphériques, il faut s'attendre à ce que la répartition des financements se maintienne autour des niveaux actuels d'ici la fin de l'année.

Rôle des IFM en matière de demande

Les banques de la zone euro ont acheté des quantités records de dette souveraine dans les mois qui ont suivi la crise du Covid. Selon les données de la BCE, les avoirs des institutions financières monétaires (IFM) en dette publique ont augmenté de 330 milliards

THÉMATIQUE

Les banques des pays du cœur de la zone euro ont augmenté leurs positions en dette souveraine nationale et extérieure de manière assez homogène

d'euros au premier semestre 2020, soit un bond de 22 % par rapport aux niveaux de décembre 2019. L'essentiel de cette augmentation, environ 250 milliards d'euros, a eu lieu entre les mois de mars et mai, trois mois durant lesquels les banques ont acquis un volume de dette publique à peine inférieur aux 268 milliards d'euros d'achats cumulés par la BCE. Cette dynamique s'est ralentie en juin, malgré une augmentation supplémentaire de 37 milliards d'euros des avoirs des banques.

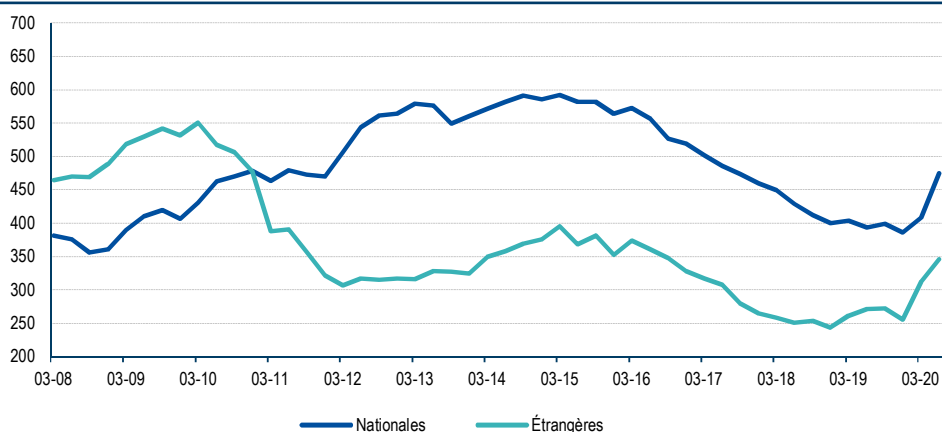
Le rôle des Institutions Financières et Monétaires en matière de soutien aux dettes souveraines nationales en période de crise n'est pas nouveau. Toutefois, il est intéressant de noter que, pour la première fois depuis des années, les banques des pays cœur ont augmenté leurs positions en dette souveraine nationale et extérieure de manière assez homogène, avec respectivement 91 et 89 milliards d'euros au premier semestre 2020. Le graphique 3 montre que l'une des principales caractéristiques des IFM au cours des dernières années a été

leur fort biais domestique, les banques préférant la dette souveraine de leur propre pays. Cette tendance, comme on le sait, a débuté pendant la crise de la dette de la zone euro avec une réduction considérable de l'exposition des banques des pays core à la dette des pays périphériques, une tendance qui, dans une certaine mesure, obligeait les banques périphériques à se concentrer encore plus sur leur dette intérieure, surtout en période de volatilité.

Mais désormais, depuis six mois consécutifs, les positions en dette souveraine extérieure ont augmenté.

Cette tendance a sans aucun doute été soutenue par le dispositif de QE de la BCE et les injections massives de liquidités dans un premier temps, mais aussi, plus récemment, par les attentes croissantes d'un accord européen qui ont réduit à la fois les anticipations de risque extrême et encouragé les flux transfrontaliers dans une sorte de rééquilibrage de portefeuille par le biais du QE, chose longtemps espérée, mais guère réalisée par la BCE.

3/ **Positions en dette souveraine domestique et extérieure (en milliards d'euros) des banques des pays cœur**



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30/06/2020

En plus de cette évolution des derniers mois, on observe également un changement du rapport entre les banques et les opérations de refinancement à long terme auprès de la BCE. Jusqu'en février de cette année, les dispositifs de LTRO/TLTRO¹ concernaient essentiellement les banques périphériques, celles d'Italie et d'Espagne se taillant la part du lion et les banques des pays cœur ne détenant, au contraire, qu'une part

limitée des TLTRO existants et détenant l'essentiel des excédents de liquidités du système en dépôt auprès de la BCE (à des taux actuellement négatifs). Ce changement de rapport s'est d'abord opéré de manière progressive entre mars et mai avec des LTRO, puis de manière généralisée avec des TLTRO en juin (voir graphique 4). Au total, les banques des pays cœur sont passées d'un quart seulement à près de la moitié de leur quota de TLTRO auprès de la

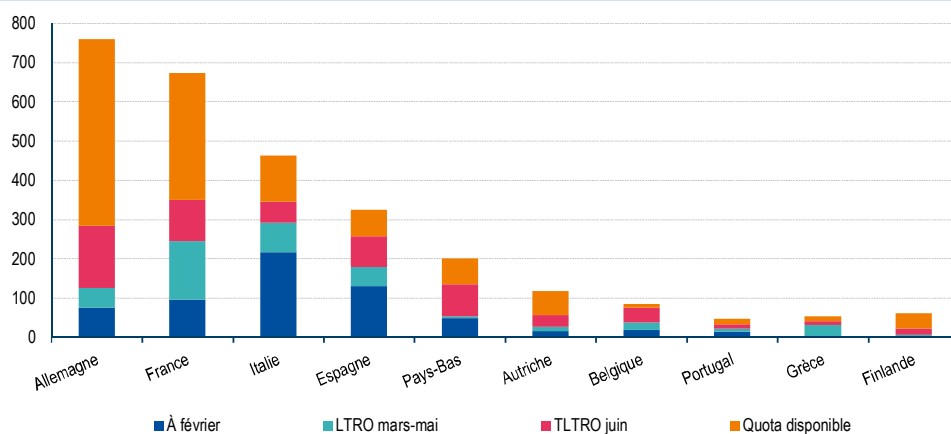
¹ TLTRO : Targeted Longer-Term Refinancing Operations - LTRO : Long Term Refinancing Operations

THÉMATIQUE

BCE, dépassant pour la première fois les encours des banques périphériques. À fin juin, les banques françaises affichaient un taux d'utilisation plus élevé de leur quota de TLTRO que les banques italiennes tandis que les banques allemandes avaient dépassé le niveau des banques espagnoles. Quant aux banques néerlandaises,

pour prendre un autre exemple, elles sont passées de 26 % à 67 % de leur dotation maximale. Il semble donc que les choses aient changé pour le mieux, avec moins de fragmentation, à la fois en termes de biais domestique sur la dette souveraine et d'utilisation des fonds mis à disposition par la BCE.

4/ Évolution de l'encours des TLTRO par pays, après les LTRO hebdomadaires de mars-mai et les TLTRO de juin



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données à août 2020

Rôle de la demande de la BCE dans les mois restants de l'année

Si l'on considère l'offre restante par rapport aux flux de la BCE, le tableau technique des obligations souveraines de la zone euro semble favorable pour le contexte actuel de taux bas et la quête de portage qui en découle. Jusqu'à présent, selon nos estimations, la BCE a couvert la plus grande partie de l'offre nette sur l'année en cours pour de nombreux pays, atteignant une proportion de 90 % des émissions nettes d'obligations. Dans l'hypothèse où la majeure partie du volume global du QE sera allouée à la dette publique (80 %) conformément aux dispositions de la clé de répartition du capital, avec une proportion de deux tiers cette année et un tiers restant au premier semestre de l'année prochaine, les achats de la BCE devraient plus que couvrir les besoins budgétaires restants au cours des derniers mois de 2020. Ce serait le cas tant pour les pays cœur que périphériques en ce qui concerne les obligations à moyen/long terme. Toutefois, compte tenu des écarts enregistrés jusqu'à présent, l'hypothèse d'un respect des clés de répartition du capital semble, dans

une certaine mesure, difficile à réaliser complètement d'ici la fin de l'année, car cela impliquerait une réorientation massive des achats de la BCE vers la dette allemande dans les cinq mois restants et un ralentissement assez brutal des flux périphériques. Une hypothèse implicite de notre analyse est que la BCE utilisera pleinement le montant du PEPP d'ici juin de l'année prochaine. C'est également le scénario de base évoqué par la présidente de la BCE lors de la dernière réunion et également repris dans le compte rendu, dans la mesure où la condition d'une moindre utilisation (taille du PEPP comme « plafond ») serait une hausse surprise des perspectives d'inflation à moyen terme, ce qui est assez peu probable dans l'environnement actuel. En outre, une éventuelle « économie » partielle de la pleine capacité du PEPP aurait sans doute plutôt lieu au deuxième trimestre qu'au premier trimestre de l'année prochaine. L'hypothèse en termes de répartition dans le temps des achats de la BCE entre cette année (deux tiers) et 2021 (un tiers) est liée à la fois au nombre de mois de QE et à l'évolution des besoins budgétaires. Tout d'abord, le PEPP va durer neuf mois en 2020 et six mois en

THÉMATIQUE

Les émissions nettes d'obligations souveraines de la zone euro, « nettes » des achats de la BCE, devraient devenir négatives dans la dernière partie de l'année

2021, et le PSPP associé à l'enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros devrait être intégralement utilisé en 2020. Deuxièmement, les déficits budgétaires devraient être nettement moins élevés en 2021 que cette année, voire divisés par deux pour certains pays à partir de 2020.

Si l'on se base sur les hypothèses exposées ci-dessus, un examen plus approfondi des chiffres des deux plus grands pays périphériques montre que les volumes restants de QE de la BCE devraient plus que couvrir la faible offre nette qui reste à placer. En fin juillet, avec le placement net supplémentaire de plus de 20 milliards d'euros de bons, le financement net de l'Italie avait atteint environ 130 milliards d'euros sur les quelque 150 milliards d'euros d'obligations à moyen/long terme de son objectif annuel estimé. De son côté, l'Espagne a placé 82 milliards d'euros d'émissions nettes sur son objectif de 102 milliards d'euros, ainsi qu'une émission nette de 16 milliards d'euros en bons à court terme. Chacun des deux pays ne dispose donc plus que d'environ 20 milliards d'euros nets supplémentaires à financer, tandis que les achats de la BCE prévus dans les hypothèses évoquées ci-dessus devraient avoisiner les 40 milliards d'euros pour les deux pays. Il est également utile de mentionner que ces derniers chiffres sont calculés dans le cadre d'une clé de répartition du capital et que tout écart par rapport à celle-ci se traduirait par une augmentation des émissions nettes négatives au-delà des achats de la BCE.

Dans les pays cœur, l'équilibre entre l'offre et la demande de la France et de l'Allemagne semble également meilleur que jusqu'à présent. Les données sur l'année en cours montrent que les achats cumulés de la BCE ont couvert la majeure partie des émissions nettes d'obligations françaises et la majeure partie des émissions nettes combinées d'obligations et de bons de la dette allemande. Selon les hypothèses formulées plus haut, la demande à venir de la BCE semble également supérieure à l'offre nette pour les deux pays, les écarts éventuels par rapport à la clé de répartition du capital réduisant l'écart positif entre les flux de QE et l'offre.

Conclusion

Les émissions nettes d'obligations souveraines de la zone euro hors achats de la BCE ont été légèrement positives au cours des sept premiers mois de l'année pour la plupart des pays de la zone euro. Le signal devrait devenir négatif, tant pour les pays cœur que périphériques, si la BCE ne ralentit pas de manière significative sa trajectoire d'achats de dette souveraine dans la dernière partie de l'année.

L'augmentation du PEPP, en adaptant la puissance de feu globale du QE pour couvrir également l'essentiel des besoins de financement de l'année prochaine, a rendu le programme bien plus efficace et assez crédible dans sa prolongation dans le temps. Le soutien indirect sur la demande privée de cette augmentation combinée aux injections massives de liquidités par l'intermédiaire des TLTRO, a finalement réduit la nécessité pour la BCE d'agir directement pour soutenir la dette publique, lui offrant davantage de flexibilité pour les mois à venir.

Cette flexibilité pourrait être utilisée par la banque centrale pour soutenir davantage les programmes privés, être préservée pour l'année prochaine ou servir de filet de sécurité en cas de besoin, les taux étant au plus bas et les *spreads* s'étant resserrés pour revenir proches de leurs niveaux d'avant-Covid. Elle pourrait également équilibrer une éventuelle réduction partielle des positions du système bancaire à l'approche de la fin de l'année et compte tenu de leur forte augmentation évoquée précédemment. Les banques ont toujours intérêt à conserver leurs portefeuilles de titres souverains dans le contexte actuel de facilités de financement très attractives mises en place par la BCE et de taux négatifs imposés aux réserves excédentaires, ce qui devrait sans doute limiter une éventuelle réduction des expositions.

Ce contexte de l'offre et de la demande est susceptible de soutenir l'environnement actuel de rendements bas et négatifs dans les pays cœur, tout en soutenant la quête de portage pour la dette périphérique, malgré l'important resserrement des *spreads* constaté ces derniers mois.

Finalisé le 24/08/2020

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

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.msicbarra.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 1086262605 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: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yulia Naumenko

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et Change

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

Drozdziak Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sosi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit