

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Selon nos estimations, les pays de l'UEM des 10 ont déjà placé près des deux tiers de l'ensemble des émissions nettes prévues pour 2021

Obligations européennes : la dynamique de l'offre et de la demande des obligations d'État européennes devrait s'améliorer au S2 2021

Les émissions nettes d'obligations d'État de l'UEM des 10, nettes des achats d'actifs de la BCE, devraient être négatives au S2 cette année pour trois grandes raisons : 1) les émissions d'obligations d'État sont concentrées au S1, 2) environ 60 % des remboursements annuels d'obligations restent à venir, et 3) les achats d'actifs de la BCE devraient rester élevés. Le marché de la dette supranationale continuera de croître à un rythme soutenu, sous l'impulsion du financement du plan NGEU de l'UE, et suite aux émissions d'obligations SURE au S1, la BCE étant susceptible de continuer à offrir un soutien dans ce segment également.

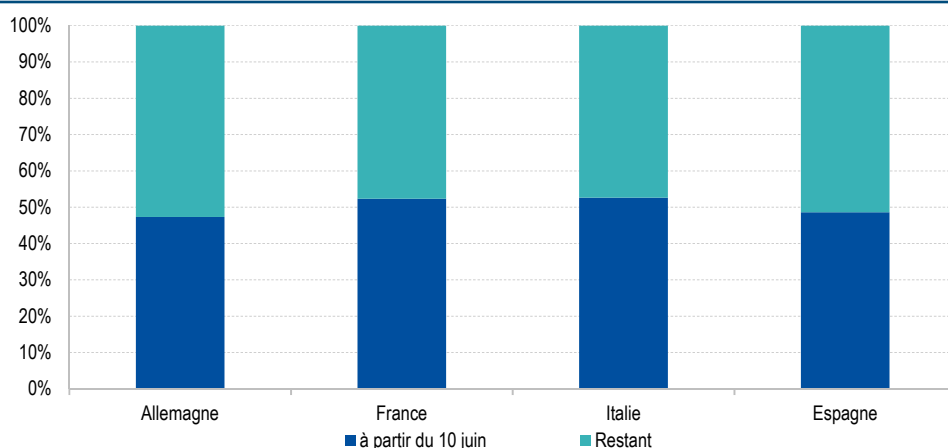
Après des émissions records au premier trimestre, les pays de l'UEM des 10 ont maintenu leur activité sur le marché primaire au deuxième trimestre

Alors que le premier trimestre a vu l'offre brute d'obligations d'État européennes de l'UEM des 10 atteindre son deuxième record trimestriel depuis 2015 et, sur une base équivalente à une échéance moyenne pondérée à 10 ans, un nouveau plus haut record, le deuxième trimestre est sur le point de marquer l'atteinte des objectifs de financement annuels, bien que ces derniers aient augmenté entre-temps, grâce aux nouveaux plans budgétaires récemment approuvés. À l'heure où nous écrivons ces lignes, au 10 juin, l'offre brute cumulée d'obligations d'État européennes de l'UEM des 10 est passée de 370 milliards d'euros à 660 milliards d'euros et d'environ 460 milliards d'euros à 770 milliards

d'euros sur une base équivalente à une échéance moyenne pondérée à 10 ans. Plus important encore, les émissions nettes (émissions brutes moins les remboursements d'obligations) sont passées de 265 milliards d'euros au T1 à 380 milliards d'euros actuellement.

La situation semble assez différente entre les émissions brutes et nettes : si la progression des premières pointes vers une moyenne de placement élevée de 50 % jusqu'à présent, la dynamique des émissions nettes semble bien meilleure pour la plupart des pays, car environ 60 % des remboursements annuels prévus pour les pays de l'UEM des 10 restent à venir. Selon nos estimations annuelles actuelles, tenant compte d'une hausse des déficits désormais attendue par rapport au début de l'année, les pays de l'UEM des 10 ont déjà placé une part considérable (près des deux tiers) du montant total prévu pour 2021, estimé à environ 590 milliards d'euros.

1/ Évolution des émissions obligataires brutes annuelles, en % : quatre grandes puissances d'Europe



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

THÉMATIQUE

Malgré les différences de progression des financements à l'échelle des pays, le niveau des achats anticipés semble également solide par rapport aux normes historiques. Si l'on regarde le positionnement individuel des pays à cet égard, l'Italie domine parmi les « quatre grands », tandis que les six autres pays sont presque tous assez proches d'atteindre leurs objectifs de financement net pour l'ensemble de l'année.

Les progrès du mix de financement « compensent », dans une certaine mesure, les écarts entre les « quatre grands » en ce qui concerne l'offre nette émise jusqu'à présent. Les pays en retard sur les volumes d'émissions nettes depuis le début de l'année ont globalement enregistré une meilleure progression s'agissant de maintenir une durée élevée pour les émissions brutes. L'échéance moyenne pondérée des nouvelles émissions d'obligations françaises et espagnoles, par exemple, a été assez élevée depuis le début de l'année : en équivalent à 10 ans, les volumes d'émissions brutes de ces deux pays ont atteint respectivement 1,34 et 1,20 fois le volume total placé, tandis que ce ratio est légèrement inférieur à 1,0 pour l'Italie et l'Allemagne. Dans le même temps, en ce qui concerne le financement net de bons du Trésor, l'Allemagne (12,5 milliards d'euros) et la France (EUR 6,6 milliards d'euros) ont encore davantage recours à la dette à court terme, tandis que l'Italie, avec une émission nette négative depuis le début de l'année (-4 milliards d'euros), conserve une certaine marge de manœuvre pour réduire

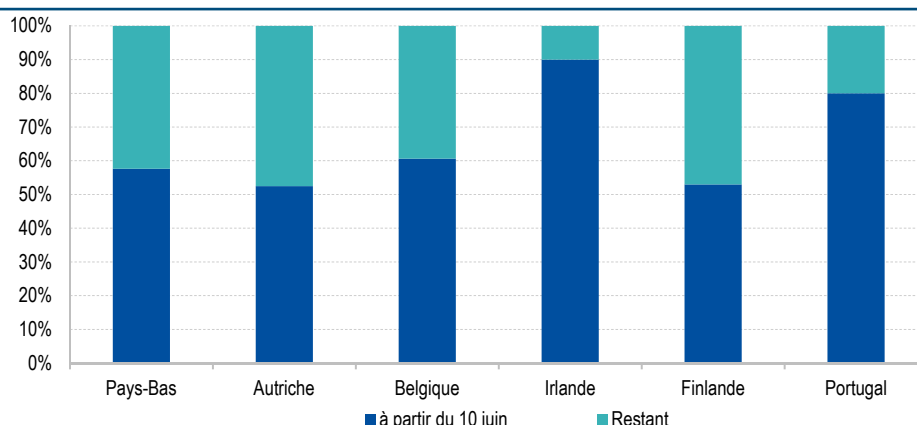
l'offre d'obligations au cours des mois restants. L'Espagne utilise plutôt l'offre à court terme (6,3 milliards d'euros), également grâce à la durée élevée de sa dette obligataire.

La conjonction de l'offre anticipée d'obligations souveraines et des achats d'actifs à venir de la BCE devrait faire baisser les pressions haussières exercées par les facteurs techniques sur les rendements et les spreads au S2

Alors que la BCE, qui a fait part de son intention de garder une « main ferme » sur le PEPP lors de sa réunion de juin, va maintenir un volume mensuel relativement stable de sa demande de dette souveraine, les progrès réalisés depuis le début de l'année en matière de financement présagent clairement d'une meilleure dynamique à venir au S2 2021. Dans l'ensemble, jusqu'à présent, la BCE n'a pas répondu à l'offre nette émise par des pays plus actifs en termes d'achats anticipés, mais le vent devrait tourner, le ratio entre les achats estimés des banques centrales et l'offre nette restante étant susceptible d'augmenter plus de deux fois. Le taux d'équilibre attendu entre la demande de la BCE et les nouvelles émissions est élevé pour l'Italie et l'Allemagne parmi les « quatre grands », et assez important pour tous les autres petits pays, en supposant l'absence d'écart par rapport à la clé de répartition du capital. Dans le cas de la dette souveraine italienne, par exemple, selon nos estimations, la BCE a acheté environ les deux tiers des émissions nettes depuis le début de l'année, mais devrait couvrir 2,3 fois le financement

Alors que la BCE va maintenir une demande relativement stable d'obligations souveraines, les progrès réalisés depuis le début de l'année en matière de financement présagent clairement d'une meilleure dynamique à venir au S2 2021

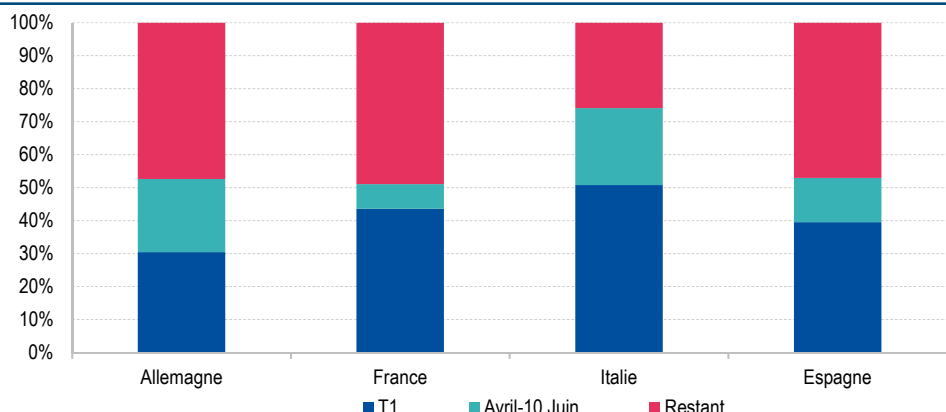
2/Évolution des émissions obligataires brutes annuelles, en % : autres pays de l'UEM des Dix



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

THÉMATIQUE

3/ Évolution du financement obligataire net annuel, en % : quatre grandes puissances d'Europe



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

Nous pensons que la BCE utilisera sa flexibilité pour continuer à soutenir les prochaines émissions de l'UE dans le cadre du plan de financement NGEU au cours des prochains trimestres

net restant pour 2021. Ces estimations tiennent déjà compte de la part de 10 % des programmes publics qui sera allouée aux obligations supranationales (voir sections suivantes et encadré). Enfin, la BCE a progressivement augmenté l'échéance moyenne pondérée de son portefeuille PEPP, en particulier dans les pays du cœur de la zone euro, renforçant finalement le soutien « qualitatif » au-delà des seuls chiffres. Cela devrait aider la BCE à cibler des *spreads* et des rendements stables, afin de maintenir des conditions de financement accommodantes.

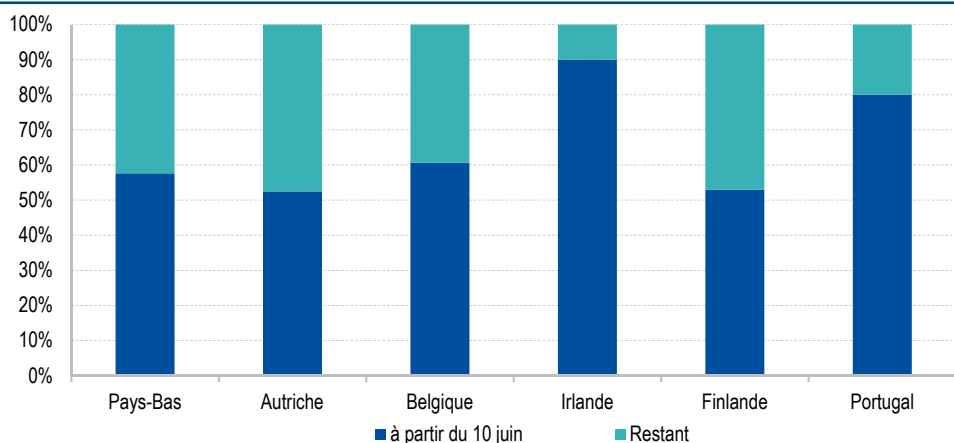
Suite aux émissions d'obligations SURE au S1, le marché de la dette supranationale devrait continuer à croître au deuxième semestre, porté par les nouvelles émissions NGEU de l'UE

Peu après l'annonce du plan de financement du S2 cette année, l'UE a

émis sa première obligation NGEU pour un montant de 20 milliards d'euros à 10 ans. L'opération a été un succès, tant en termes de demande collectée (plus de sept fois la taille finale) qu'en termes de prix par rapport aux prévisions initiales, confirmant la forte demande de dette de qualité supérieure sur le marché obligataire européen. Comme le plan de financement prévoit « environ 80 milliards d'euros » d'obligations jusqu'à la fin de l'année (**voir l'encadré pour plus de détails**), cette première obligation représente déjà un quart de la taille globale ciblée, tandis que deux autres opérations devraient être placées le mois prochain, avant la pause d'août.

L'émission NGEU fait suite à l'offre d'obligations SURE, qui a débuté à l'automne l'année dernière et est restée active au premier semestre cette année, en janvier (14 milliards d'euros) mais surtout en février/mars (22 milliards

4/ Évolution du financement obligataire net annuel, en % : autres pays de l'UEM des Dix



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 10 juin 2021

d'euros), et dans une moindre mesure en avril/mai (14 milliards d'euros). Le volume d'émissions de 80 milliards d'euros actuellement prévu par l'UE au cours des derniers mois de l'année est proche des 90 milliards d'euros estimés d'émissions nettes restant à placer dans le segment de la dette souveraine semi-core.

Le rôle de la BCE reste important pour soutenir les émissions de l'UE

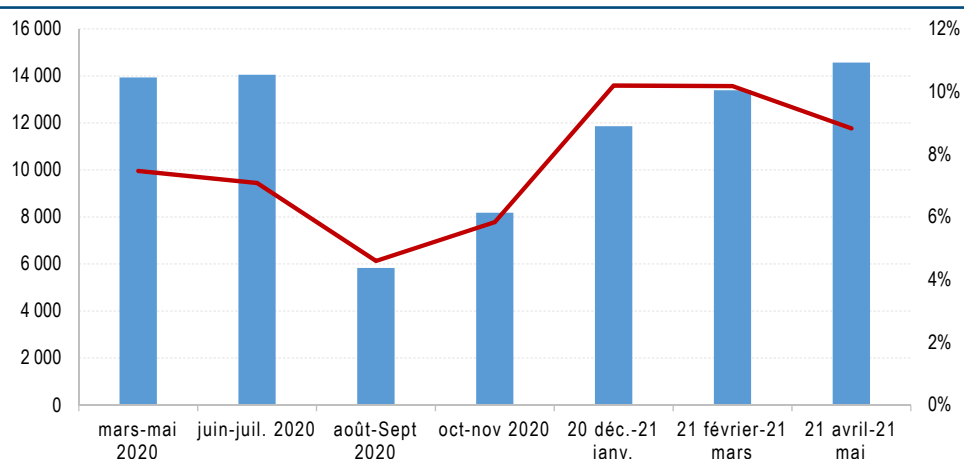
Depuis le lancement des obligations SURE de l'UE au T4 l'année dernière, la BCE a renforcé son allocation aux obligations supranationales et dispose d'une marge de manœuvre supplémentaire à cet égard. Pour la troisième fois consécutive, les derniers chiffres bimensuels détaillés publiés par la BCE ont confirmé une trajectoire plus soutenue pour les achats de dette supranationale au sein de la composante de la dette publique PEPP. La part des achats de titres SSA en avril-mai 2021 n'a été que légèrement inférieure (proche de 9 %) par rapport à décembre 2020-mars 2021 (10 %). Cette baisse récente pourrait également être liée au fait que les émissions SURE ont chuté de 22 milliards en février/mars à 14 milliards de dollars en avril/mai. Toutefois, en valeur absolue, le volume alloué aux SSA au cours des deux derniers mois a atteint son plus haut depuis le lancement du PEPP. Après le lancement de l'émission SURE de l'UE (à l'automne 2020), la part du PEPP allouée aux SSA a augmenté, passant de 6 % en moyenne à près de 10 % des achats de dette publique

au cours des six derniers mois. Les achats du PEPP sont allés de pair avec la hausse des émissions de l'UE, non seulement en termes de volumes mais aussi en termes d'échéance moyenne. L'échéance moyenne pondérée des SSA a poursuivi sa progression, s'établissant actuellement à 10,4 ans, et sa hausse globale coïncide avec le lancement du programme SURE de l'UE comprenant des obligations à échéance longue.

Nous pensons donc que la BCE utilisera sa flexibilité pour continuer à soutenir les prochaines émissions de l'UE dans le cadre du plan de financement NGEU au cours des prochains trimestres. Il est raisonnable de supposer que la part de l'allocation PEPP au segment restera proche des 10 % récemment observés, ou pourrait même légèrement augmenter, car depuis le début du programme, l'allocation cumulée aux SSA reste inférieure, aux alentours de 7 %. Une allocation de 10 % devrait représenter à peu près entre 55 et 60 milliards d'euros, afin de contrebalancer l'augmentation constante de l'offre de l'UE. Même en supposant une part supérieure à 10 %, cela n'aurait que peu d'effets sur les volumes totaux alloués à l'absorption de la dette souveraine: même dans ce cas, l'offre nette d'obligations d'État européennes, nette des achats d'actifs, devrait rester en territoire fortement négatif au S2.

Achévé de rédiger le 21 juin 2021

5/ Achats bimensuels de dette supranationale par le PEPP: en millions d'euros (à g.) et en % de la dette publique (à d.)



Source : ECB, Recherche Amundi - Données à mai 2021

Émissions NGEU : contexte et plan actuellement prévu

L'UE a annoncé son premier plan de financement à 6 mois dans le cadre du NGEU, prévoyant « environ 80 milliards d'euros » d'obligations jusqu'à la fin de l'année, « à compléter par des dizaines de milliards d'euros de bons du Trésor européens à court terme pour couvrir les besoins de financement restants ». La CE « mettra à jour le plan de financement en septembre, lorsqu'elle aura une vision plus précise des besoins de financement des États membres de l'UE pour les derniers mois de l'année ».

« La première émission obligataire se fera via une syndication. D'autres transactions syndiquées devraient avoir lieu avant la fin du mois de juillet. » Les anticipations du marché indiquent un volume compris entre 30 et 40 milliards d'euros avant la pause du mois d'août, soit près de la moitié du volume annoncé actuellement, avec probablement deux émissions après la première en juin, toutes syndiquées. « La Commission a également l'intention de commencer à émettre des obligations européennes et des bons du Trésor européens par le biais de procédures d'adjudications à partir de septembre 2021. Une fois le système d'adjudications mis en place, la Commission organisera régulièrement des syndicats et des adjudications pour les obligations. Elle organisera également des adjudications régulières pour les bons du Trésor européens. » À partir de septembre, les opérations de syndication et d'adjudication régulières seront combinées. Le financement NGEU au S2 2021 va accroître l'univers de la dette couvert par le PEPP de la BCE, mais a peu de chances de modifier l'équilibre des facteurs techniques du marché des obligations d'État européennes.

Obligations de l'UE

« L'émission d'obligations par le biais d'échéances de référence (3, 5, 7, 10, 15, 20, 25, 30 ans) est la principale façon pour un émetteur de mettre en œuvre son plan de financement. Le programme d'émission du plan Next Generation EU donnera à la Commission l'occasion de consolider une présence régulière sur toutes les parties de la courbe des taux avec des obligations de l'UE aussi liquides que possible. Plutôt que d'émettre de nouvelles obligations avec de nouvelles échéances, la Commission augmentera, dans la mesure du possible, le montant des obligations déjà émises. L'encours rendra ainsi ces obligations plus liquides sur le marché secondaire, et donc plus attractives pour les investisseurs. »

Bons du Trésor européens

La Commission commencera également à émettre des titres assortis d'une échéance plus courte (moins d'un an) appelés bons du Trésor européens (EU-Bills). Cela permettra à l'UE d'accéder au marché monétaire profond et liquide. L'UE bénéficiera ainsi de la souplesse nécessaire pour déterminer la taille de chaque transaction en fonction des besoins de liquidité réels. Pour émettre des bons du Trésor européens, la Commission aura recours aux adjudications, conformément aux pratiques habituelles du marché.

Technique de financement

Comme les « syndicats sont la technique traditionnelle d'émission de dette des émetteurs supranationaux » et que « la Commission a utilisé exclusivement la syndication dans le passé », le recours à l'adjudication, « principale technique d'émission utilisée par les grands États de l'UE », est une évolution en faveur de l'abandon du statut purement « supranational » en termes de financement. L'émission de bons du Trésor suit la même logique. L'objectif est de « permettre à la Commission d'attirer le financement nécessaire, même dans des conditions de marché difficiles, d'élargir la base d'investisseurs et de réduire les coûts de financement »

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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29/06/2021. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 juillet 2021

Amundi Asset Management, 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

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Thongkoch Chutpattarachai

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

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés,

Stratégiste Recherche Cross Asset

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier