

## LE THÈME DU MOIS

Les marchés de taux : des défis cycliques  
aux défis structurels

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



**Delphine GEORGES,**  
Stratégiste Senior Taux

La Fed est désormais  
officiellement  
« behind the curve »

Depuis le début de l'année, les rendements obligataires ont bondi dans les économies du G10. Les investisseurs anticipent un fort rebond de l'activité au second semestre. Le rebond devrait être particulièrement marqué aux États-Unis grâce à l'énorme soutien fiscal. À moyen terme, les avis divergent sur la trajectoire macroéconomique post-crise du Covid avec un possible changement dans le régime d'inflation aux États-Unis.

Au cours du dernier trimestre, le taux 10 ans US a franchi le cap des 1,6 % entraînant dans son sillage le taux 10 ans allemand, qui a grimpé de 27bp à -0,30 %. Ces chiffres traduisent une plus grande confiance des investisseurs dans les perspectives de croissance de l'économie américaine. Compte tenu de l'ampleur de la relance budgétaire, nous tablons désormais sur une croissance aux États-Unis de près de 8 % en 2021 et de 4 % en 2022 avec des pressions inflationnistes qui devraient rester contenues. La situation est différente dans la zone euro, qui devrait mettre davantage de temps pour revenir sur les tendances de croissance d'avant Covid. Au final, cette pression à la hausse des rendements obligataires n'exerce pas la même pression sur la Fed et la BCE.

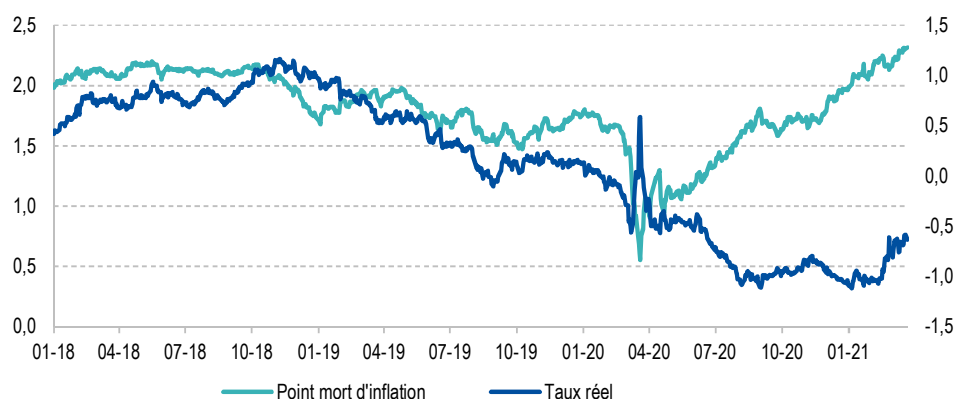
### La Fed soutiendra la reprise de l'économie américaine en tolérant une inflation plus élevée

**Les membres de la Fed se sont peu inquiétés de la récente hausse des rendements, en ligne avec l'amélioration des perspectives de croissance.** Dans le dernier discours de Powell, aucun signe n'indique que la Fed cherche à endiguer cette dernière hausse

de taux. La Fed a, au contraire embrassé l'idée que les taux montent à cause d'une amélioration des perspectives de croissance. Les conditions financières restent très accommodantes.

**Dans le même temps, la Fed se refuse d'être préemptive:** « pas de resserrement préventif basé sur les prévisions, nous voulons des données réelles, il faudra un certain temps aux gens pour s'adapter à cette nouvelle pratique ». Ainsi, Jerome Powell conserve un certain ton de prudence et préconise la patience avant toute modification de la politique monétaire: « Il faudra encore un certain temps pour que des progrès substantiels soient observés » et « nous sommes encore loin du plein-emploi ». Néanmoins, on peut relever un changement notable dans le discours du président de la Réserve Fédérale: Jerome Powell a précisé qu'une hausse de taux serait envisageable si les conditions étaient réunies: (1) emploi maximum, (2) inflation réalisée et soutenue à 2 % et (3) l'inflation est en voie d'augmenter modérément au-dessus de 2 % pendant un certain temps. C'est une différence considérable par rapport au précédent message qui était: « nous n'envisageons aucune hausse de taux ».

### 1/ La hausse des rendements nominaux est due à l'augmentation des rendements réels



Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 22 mars 2021

## LE THÈME DU MOIS

**Le FOMC n'anticipe pas de hausse de Fed funds avant 2024 (projections médianes) malgré la révision à la hausse des projections de croissance économique, d'emploi et d'inflation.**

Le taux de chômage et le core PCE sont attendus à 3,5 % et 2,1 % en 2023. Les membres du FOMC ont insisté sur l'incertitude très élevée liée au virus, mais aussi liée à la nature de la reprise et à l'ampleur du soutien fiscal. La Fed ne craint pas la surchauffe : l'inflation devrait rester légèrement supérieure à 2 % au cours des prochaines années (Core PCE à 2,2 % en 2020, 2,0 % en 2021 et 2,1 % en 2022). Dans ce contexte, seuls 7 des 18 membres du FOMC voient une hausse de taux avant 2024 (4 en 2022 et 3 en 2023).

**La BCE est préoccupée par la récente hausse des rendements**

**Les membres du directoire restent prudents face à la récente hausse des rendements obligataires.** La BCE a clairement exprimé sa préférence pour le maintien de taux bas et de courbes relativement plates :

- Christine Lagarde a indiqué que « la BCE suivait de très près l'évolution des taux longs ».
- Isabelle Schnabel a ajouté qu'« une hausse trop brutale des taux réels pénaliserait la reprise ».
- Pour Fabio Panetta, « nous assistons déjà à une contagion indésirable de la hausse des taux américains (...) cela est incompatible avec nos perspectives et défavorable à notre reprise ».

**En effet, l'économie européenne reviendra plus lentement que l'économie américaine à sa tendance**

**de croissance d'avant Covid.** L'écart économique entre les États-Unis et la zone euro devrait se creuser à mesure que 1) les États-Unis sont entrés dans la crise Covid avec une économie beaucoup plus forte. 2) la pandémie a plus fortement affecté la zone euro. 3) Le soutien budgétaire sera beaucoup plus fort aux États-Unis.

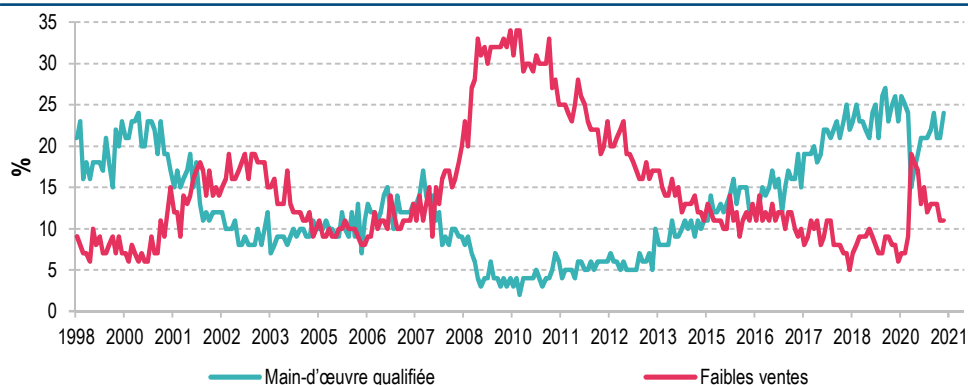
**Et, la crise de Covid a également accru la fragmentation économique au sein de la zone euro.** L'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas ont connu une récession moins sévère, des plans d'urgence et de relance plus ambitieux, moins de restrictions et ont une moindre exposition au secteur du tourisme. L'Italie, l'Espagne et la France ont été particulièrement touchées par la crise.

**Tant que la fragmentation économique prévaudra dans la zone euro, la BCE doit maintenir un coût de financement de la dette publique bas.**

La politique budgétaire ne peut être efficace que si les rendements souverains restent faibles même face à des déficits croissants. La capacité de la BCE de convaincre le marché -par sa communication et ses actions-, son aptitude à contrôler les taux seront déterminants pour les rendements périphériques et les *spreads* de crédit. La BCE a annoncé une accélération du rythme des achats dans le cadre du PEPP. Nous nous attendons à ce que la BCE recalibre la taille du programme à la hausse.

**La pression à la hausse sur les rendements obligataires menée par les bons du Trésor américain reste donc une menace pour la zone euro à ce stade précoce de la reprise.** La BCE devra gérer au cours des prochains mois

*Le scénario de la Fed reste une hausse de l'inflation qui ne sera ni particulièrement importante ni persistante*

**2/ La difficulté des entreprises à trouver une main-d'œuvre qualifiée est déjà proche des niveaux d'avant crise**

Source : Bloomberg, enquête du NFIB, Recherche Amundi, Données au 28 février 2021

## LE THÈME DU MOIS

les divergences économiques entre les États-Unis et la zone euro. Un possible changement dans le régime d'inflation aux États-Unis serait un réel challenge pour la Banque centrale européenne et l'économie de la zone euro.

**Allons-nous sortir de la crise Covid sur une trajectoire macroéconomique fondamentalement différente de celle dans laquelle nous y sommes entrés ?**

**La demande insatisfaite durant la pandémie et les 1900 milliards de dollars de mesures de relance gouvernementales ne suffiront pas à inverser une dynamique qui entraîne les taux d'intérêt à la baisse depuis une décennie.** De plus, le thème de la reflation américaine ne peut pas aller trop loin trop vite. Le prix élevé des actifs et les niveaux élevés d'endettement fragilisent la croissance. Une hausse des taux trop rapide pourrait entraîner une correction des prix des actifs (immobilier, dette des entreprises, actions), de plus la sensibilité de l'économie aux mouvements sous-jacents des taux est plus importante que par le passé.

**Cependant, une nouvelle trajectoire d'inflation est possible car des changements structurels pourraient être mis en place dans l'économie américaine.**

**1. La Fed est disposée à laisser l'économie tourner à plein régime.**

Les secteurs de l'économie qui n'ont pas été directement touchés par le Covid ont enregistré de bonnes performances durant la crise. Grâce à la Fed, le coût de la dette des entreprises a considérablement diminué. Les entreprises bien capitalisées bénéficient du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt pour financer leur développement : l'activité de fusions-acquisitions reste très forte, tirée par les secteurs de la consommation non cyclique, de la technologie et de la communication. Par ailleurs, les entreprises fortement endettées ont la possibilité de réduire considérablement la charge de leur dette, de sorte que l'activité sur le marché primaire du haut rendement à des fins de refinancement est très forte. La situation du marché du travail est donc très différente de celle

de 2008 et les petites entreprises ont du mal à embaucher des travailleurs qualifiés, malgré le niveau élevé du chômage.

**2. L'administration Biden est déterminée à augmenter la croissance potentielle de l'économie américaine grâce à un plan d'infrastructure et à une réduction des inégalités sociales.**

La croissance des salaires au cours de la dernière décennie a été inégale. En effet, les salaires n'ont augmenté qu'au sommet de la hiérarchie, tandis que les salaires de la plupart des travailleurs n'ont pas augmenté. De plus, la crise actuelle a creusé les inégalités sociales à des niveaux à peine supportables, tout en affectant principalement les travailleurs peu rémunérés ou peu qualifiés. Aujourd'hui, 40 % des chômeurs sont des chômeurs de longue durée.

**3. Hausse du coût de production.**

L'accélération récente de l'inflation des matières premières est principalement attribuable aux effets du Covid, toutefois, le coût à long terme des approvisionnements pourrait également être en hausse (besoins importants en matières premières liés aux plans d'infrastructures, relocalisations, coûts environnementaux). Il devient par conséquent nécessaire de prêter attention au pouvoir de fixation des prix des secteurs.

**La réévaluation déjà forte des rendements mondiaux à long terme se poursuivra grâce à une forte accélération de la reprise mondiale au cours des prochains trimestres.**

La hausse des rendements sera tirée par les points morts et les taux réels, qui conservent tous deux un potentiel de hausse à mesure que la reprise progresse. Grâce au soutien continu de la BCE, nous prévoyons une hausse très modeste des rendements des bunds allemands et nous maintenons nos positions positives sur les périphériques. **Nous prévoyons que les spreads UST-Bund à 10 ans continueront de s'élargir. Nous devons surveiller de près le risque de hausse de l'inflation aux États-Unis.**

*Achévé de rédiger le 24 mars 2021*

*Des changements structurels aux États-Unis pourraient générer un changement dans le régime d'inflation*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](http://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.msicibarra.com](http://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 à une 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](mailto:info@amundi.com).

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](http://www.amundi.com)  
Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - piola666

#### 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

BELHAJJAM Inès, stratéguiste

BELLAICHE Mickael, Stratéguiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratéguiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratéguiste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratéguiste, Marchés émergents

#### 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

#### 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

DROZDZIK Patryk, Macrostratéguiste, Marchés émergents

DRUT Bastien, Responsable de la Macro Stratégie Thématique - CPR AM

GEORGES Delphine, Stratéguiste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratéguiste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratéguiste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit