

## THÉMATIQUE



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



**Delphine GEORGES,**  
Stratège Senior Taux

Après l'envolée de l'endettement pour lutter contre la pandémie, certaines tendances au désendettement se dessinent

## Marchés obligataires: les déterminants des prochains mois

**Les marchés des obligations souveraines de la zone euro et des États-Unis n'ont que partiellement corrigé la baisse enregistrée au cours de l'été. La baisse des rendements a été provoquée par les inquiétudes liées à la croissance mondiale et l'abondance de liquidités. Comment les investisseurs obligataires peuvent-ils se positionner aujourd'hui ?**

**Les rendements à long terme ont baissé malgré la reprise post-crise soutenue, les chiffres élevés de l'inflation et les anticipations des intervenants de marché selon lesquels les achats d'actifs des banques centrales pourraient progressivement ralentir dans un avenir proche.** La baisse des rendements s'explique par les inquiétudes entourant la croissance mondiale et l'abondance des liquidités. En effet, les États-Unis et la Chine ont montré des signes de ralentissement, ce qui a incité les investisseurs à revoir à la baisse leurs prévisions de croissance.

Nous avons identifié trois questions importantes pour les investisseurs obligataires :

- 1 L'économie mondiale a dépassé le pic de la reprise post-pandémie et le ralentissement après cette reprise en forme de V est bien sûr inévitable. À quel point ce ralentissement sera-t-il fluide ?
- 2 Les chiffres de l'inflation ont surpris les investisseurs à la hausse. Quelle est la clé du débat sur l'inflation ? Faut-il considérer la hausse actuelle de l'inflation comme transitoire ?
- 3 Quel sera l'impact de cette crise sur la croissance potentielle ?

**La forme du ralentissement mondial après le pic de la reprise sera déterminante. La croissance mondiale est attendue à 6 % en 2021, avec un ralentissement à 4,1 % en 2022. Trois facteurs seront à surveiller : la pandémie de Covid-19, le ralentissement de l'économie chinoise et le désendettement post-Covid des économies.**

- **La pandémie continuera de peser sur la croissance et de maintenir le niveau d'incertitude élevé.** Le taux de vaccination reste faible dans les pays émergents. La région Asie-Pacifique a adopté une approche zéro-tolérance à l'égard des nouveaux cas de Covid et se montre disposée à imposer de nouveaux confinements. L'activité des services en Chine « plonge » après les flambées de coronavirus. En Amérique du Nord et en Europe, le variant Delta a moins d'impact sur la mobilité et les conditions d'activité mais devrait toutefois prolonger les goulots d'étranglement de l'offre qui pèsent sur la reprise en limitant l'offre, le réapprovisionnement et l'investissement. De plus en plus d'entreprises dans de nombreux secteurs sont soumises à des contraintes d'offre. Les coûts de transport depuis la Chine vers l'Europe et les États-Unis ont augmenté de sept à dix fois au cours de l'année écoulée. Les délais de livraison se sont allongés à des niveaux plutôt extrêmes.
- **Le ralentissement de l'économie chinoise doit être surveillé.** Outre l'impact de la pandémie, l'activité économique chinoise pourrait être affectée par la volonté du gouvernement de mettre en œuvre des changements structurels. La croissance chinoise au cours de la dernière décennie a

eu un coût : hausse de la dette et inégalités sociales. La pandémie a ainsi entraîné une hausse de l'endettement de 30 % et une mise en évidence des inégalités sociales

- Ces derniers mois, la recherche d'une « prospérité commune » est devenue un thème récurrent des discussions politiques chinoises. Le gouvernement chinois ne privilégie pas la croissance comme il a pu le faire auparavant, mais tente plutôt de freiner le capitalisme débridé, qu'il s'agisse de la puissance des grandes entreprises technologiques ou de l'accroissement des inégalités économiques. Ces changements structurels sont positifs pour la croissance à moyen terme, mais ils pourraient se faire au détriment de la croissance à court terme. En effet, la Chine a déjà fait de sa campagne de réduction de la dette une priorité pour 2021 et ce ralentissement de la croissance du crédit contribue directement à la baisse de l'activité.
- Evergrande est une conséquence de ces changements politiques. Le durcissement de la réglementation dans l'immobilier et les conditions d'octroi de crédits ont accentué les difficultés du deuxième promoteur du pays. En Chine, le secteur de l'immobilier au sens large représente près de 30 % du produit intérieur brut. Pour Pékin, les enjeux sont importants : limiter les excès d'un secteur surendetté sans provoquer un effondrement général.

## THÉMATIQUE

*Les marchés du travail sont la clé du débat sur l'inflation*

*La liquidité a joué un rôle clé dans la récente baisse des taux*

- **Après l'envolée de la dette pour lutter contre la pandémie, certaines tendances de désendettement apparaissent également dans les économies développées :** (1) les gouvernements réduisent leur soutien avec l'expiration des allocations chômage et des aides aux

entreprises (2) les entreprises utilisent massivement leurs bénéfices pour réduire leur endettement et (3) l'épargne des ménages accumulée durant la pandémie est utilisée pour acheter des actifs et rembourser les dettes de carte de crédit plutôt que pour consommer.

**La flambée de l'inflation durera plus longtemps que prévu. Les marchés du travail jouent un rôle clé.**

- **L'envolée de l'inflation a, jusqu'à présent, été une affaire de croissance et de Covid qui durera plus longtemps que prévu.** La hausse de l'inflation résulte en grande partie des distorsions causées par la Covid : un petit ensemble de postes tels que les voitures d'occasion et l'hébergement de vacances expliquent la plupart des hausses de prix observées ces derniers mois. Toutefois, nous pensons que les perturbations actuelles de la chaîne d'approvisionnement vont durer jusqu'à la fin 2022 et que le niveau historiquement bas des stocks devrait également doper la demande l'année prochaine.
- À moyen terme, la bataille contre le changement climatique et les transformations économiques en cours joueront également un rôle clé dans la trajectoire de l'inflation.
- **Le risque est qu'en cas de poursuite de la hausse des prix, les consommateurs ajustent leurs attentes et exigent des hausses de salaire plus importantes.** Ce mécanisme pourrait créer une boucle prix-salaires qui s'autoalimente. Ce cercle vicieux déstabiliserait l'économie et nécessiterait l'intervention des banquiers centraux.

**Pour la Fed, la voie est étroite : elle doit normaliser sa politique monétaire afin de ne pas paraître trop en retard et alimenter les déséquilibres financiers, sans provoquer de correction des actifs risqués et une crise de solvabilité compte tenu du niveau d'endettement de l'économie.**

- **Rester trop longtemps derrière la courbe pourrait être un risque pour la trajectoire d'inflation avec un risque de perte de crédibilité.** Powell a reconnu que l'inflation est élevée, mais la hausse de l'inflation a continué d'être considérée comme temporaire. Selon les membres du FOMC, l'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif de 2 % de la Fed sur l'horizon de prévision (à 2,1 % pour 2024).
- **Ces taux d'intérêt réels historiquement bas contribuent à l'accumulation de déséquilibres financiers.** Des taux d'intérêt réels historiquement bas contribuent à l'accumulation de déséquilibres financiers, notamment des niveaux record de fusions-acquisitions et de rachats d'actions, une forte activité sur le marché primaire américain, la flambée des prix de l'immobilier aux États-Unis, des inégalités accrues, etc. Une normalisation trop brutale de la politique monétaire présente un risque de correction des actifs et de hausse des taux de défaut compte tenu des niveaux record des prix des actifs et de la dette. En effet, la valeur nette des ménages américains en pourcentage du revenu disponible a atteint de nouveaux sommets.

**Marché des taux : la liquidité et les facteurs techniques ont joué un rôle majeur. Les rendements réels ont atteint des plus bas historiques malgré la reprise.**

Les inquiétudes sur la croissance mondiale expliquent une bonne partie de la baisse des taux américains, néanmoins les facteurs techniques (liquidité, flux et positionnement) ont également joué un rôle important dans la forte baisse des rendements depuis le deuxième trimestre.

Depuis février, le département du Trésor américain a utilisé un montant considérable de ses liquidités déposées auprès de la Fed au compte général du Trésor (Treasury General Account - TGA) pour financer le déficit. Le solde de trésorerie du Trésor est passé de

1 568 milliards de dollars mi-février à moins de 100 milliards de dollars ! Lorsque le Trésor américain utilise le TGA, il en transfère les liquidités au système bancaire. Les réserves de change des banques se sont envolées, le QE et la liquidité du TGA ayant entraîné une nouvelle hausse de la liquidité mondiale et une quête généralisée de rendements, soutenant un net rebond des actifs risqués et des emprunts d'État américains.

## THÉMATIQUE

*La hausse des rendements à long terme sera limitée par le niveau élevé d'endettement*

**Demande soutenue pour les obligations américaines**

Les rendements réels aux plus bas historiques malgré l'offre record d'obligations illustrent la forte demande pour les obligations américaines. L'offre nette d'obligations au marché (c'est-à-dire hors achats de la Fed) a atteint le record historique de 1 700 milliards de dollars. Les taux réels sont quant à eux restés obstinément bas malgré la reprise, atteignant même un plus bas historique de -1,20 % fin juillet.

Les banques américaines ont bien sûr été une forte source de demande. Les dépôts bancaires ont fortement augmenté, mais les clients des banques contractent moins de crédits. Les entreprises et les ménages disposant de liquidités abondantes, leur volonté d'emprunt s'est affaiblie et le variant Delta complique les plans de réouverture. Par conséquent, les banques n'ont eu guère d'autre choix que d'acheter de la dette publique plutôt que de conserver tous les dépôts excédentaires en liquidités. Au cours

des derniers mois, les banques ont acheté un montant record de bons du Trésor. D'autre part, la Fed gère l'abondance de liquidités par le biais de la facilité RRP qui a récemment atteint des niveaux record.

Une autre source importante de demande a été l'augmentation des entrées nettes de capitaux dans les fonds communs de placement obligataires américains et les fonds indiciels cotés. Une part importante de l'épargne des ménages, qui s'est accrue pendant la pandémie, a été utilisée pour acheter des actifs financiers. Malgré l'anticipation que les craintes inflationnistes éroderaient l'attrait des fonds obligataires, les fonds communs de placement obligataires et les fonds indiciels cotés ont contribué à hauteur de 372 milliards de dollars au premier semestre (contre 446 milliards de dollars de collecte pour l'ensemble de l'année 2020 et 459 milliards de dollars en 2019).

**Prime de terme faible**

Après le récent rebond des obligations, la prime de terme a atteint des niveaux très bas. Les marchés financiers semblent penser que les taux d'intérêt réels neutres sont extrêmement bas. Le taux réel à 5 ans dans

5 ans qui est un indicateur de l'estimation du taux neutre par le marché s'élève actuellement à -0,40 %. Un niveau aussi bas n'est pas soutenable et indique une forte surévaluation.

**Nous anticipons une hausse modérée des rendements au cours des prochains mois**

Nous anticipons une diminution de l'impact de la liquidité sur le marché obligataire au cours des prochains mois avec le ralentissement des achats de la Fed et la fin de la baisse des liquidités du département du Trésor américain. Par conséquent, les rendements devraient augmenter. La Fed prépare le terrain à un retrait des mesures de soutien et si l'économie progresse comme prévu, elle pourra entamer un cycle de resserrement sans nuire à l'économie. Ce point d'inflexion de la politique monétaire devrait également

contribuer à la hausse des rendements à long terme. La politique budgétaire devrait également jouer un rôle, car nous nous attendons à ce que des plans budgétaires supplémentaires soient votés avant la fin de l'année. Cependant, la remontée des taux longs sera limitée par le désendettement post-Covid des économies et le niveau élevé d'endettement.

*Achévé de rédiger le 01/10/2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :

[research-center.amundi.com](https://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 1<sup>er</sup> octobre 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 1<sup>er</sup> octobre 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](http://www.amundi.com)

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Martin Puddy

#### 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

#### 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

**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

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA POL**, Amundi Investment Insights Unit

**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