

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Jean Baptiste BERTHON,
Stratégiste

Le retour à zéro des taux réels

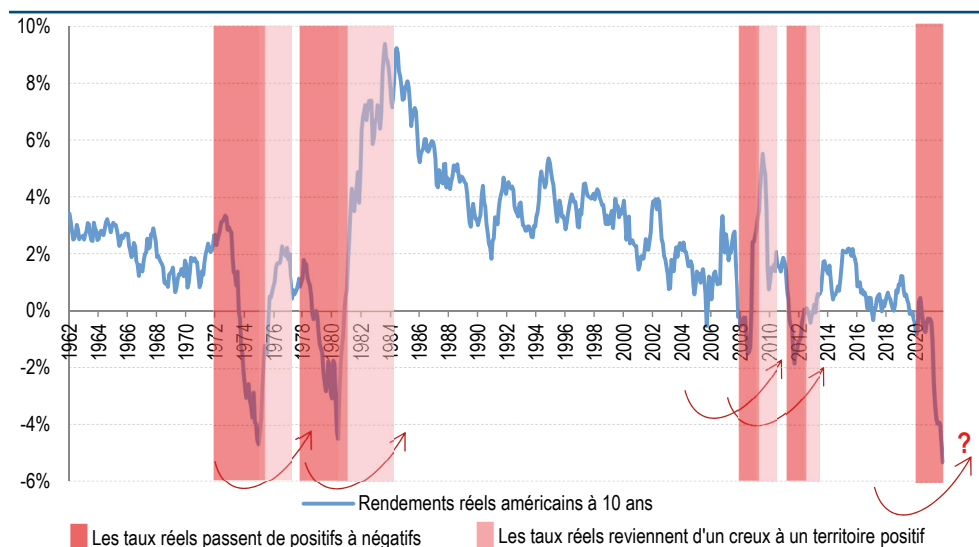
Aux États-Unis et en Europe, les taux d'intérêt réels ont atteint des niveaux négatifs sans précédent dans l'histoire récente. Il faut remonter aux années 1970 pour trouver des niveaux similaires, et seuls quelques rares exemples passés depuis la Seconde Guerre mondiale peuvent servir de points de référence. Nous pensons que le retour des taux d'intérêt réels à zéro pourrait être l'un des principaux moteurs des rendements relatifs et de la volatilité des différentes catégories d'actifs. Cette évolution pourrait nuire aux rendements ajustés du risque des obligations et du crédit investment grade ; elle devrait également peser sur les actions, favorisant les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, et les valeurs cycliques par rapport à leurs homologues défensives ; et enfin elle devrait avoir un impact négatif sur l'or.

L'inflation fait rage dans le monde et a atteint des niveaux records aux États-Unis et en Europe. La faiblesse des taux directs et les programmes d'achat d'actifs des banques centrales ont maintenu les taux d'intérêt nominaux, tandis que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ne cessent d'augmenter. Cela a d'abord amené les taux d'intérêt réels en dessous de zéro, puis ils se sont enfoncés en territoire négatif pour atteindre des niveaux jamais observés depuis les années 1970.

Selon le scénario d'Amundi, les rendements obligataires réels devraient atteindre un point bas au premier trimestre 2022 aux États-Unis et en Europe. La Réserve fédérale pourrait procéder à davantage de relèvements de ses taux directs que prévu et mettre

en œuvre un resserrement quantitatif plus rapidement - ou plus agressivement - que prévu. La Banque centrale européenne pourrait également subir des pressions la poussant à mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs ainsi qu'à son programme d'achat d'actifs de façon précoce. En supposant que l'inflation n'augmente pas beaucoup plus que les niveaux actuels, nous pourrions même voir les rendements réels se rapprocher de zéro plus rapidement qu'anticipé par le marché. Les variations significatives des taux d'intérêt réels ont des conséquences macroéconomiques, notamment dans l'évaluation des tendances en matière d'investissement en capitaux, des rendements réels de l'épargne et de la viabilité de la dette publique, pour n'en citer que quelques-unes.

Taux d'intérêt réels américains, mesure de base depuis 1962 : rendement des bons du Trésor américain à 10 ans - IPC (mensuel)



Source : Refinitiv, Recherche Amundi - Données au 15 janvier 2022

Évaluation de l'impact des variations des taux d'intérêt réels sur les différentes catégories d'actifs

Le retour des taux à zéro devrait avoir des répercussions importantes sur les rendements relatifs des différentes catégories d'actifs et sur la rotation des styles. Bien qu'une seule variable ne puisse expliquer à elle seule les rendements

et les co-mouvements des actifs, l'étude du comportement des classes d'actifs dans un environnement de hausse des rendements réels devrait permettre la mise en œuvre de stratégies d'investissement appropriées en 2022.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

- La première conclusion est que la hausse des rendements réels après un plus bas négatif ne constitue pas une tendance progressive, mais plutôt **un mouvement haussier soudain vers zéro**. En effet, les rendements réels sont beaucoup plus volatils lorsqu'ils se situent en territoire négatif. Le retour brutal à zéro se produit car deux paramètres évoluent en même temps dans des directions opposées, i.e. les taux nominaux qui augmentent tandis que l'inflation diminue. Sa vitesse est fonction du niveau initial de l'inflation et de la prime d'évaluation intégrée des points morts.
- Le deuxième impact important de la hausse des taux d'intérêt réels est que la volatilité des obligations devrait augmenter à la fois sur les parties courte et longue de la courbe. Les TIPS sont également plus volatils durant ces phases. Avec la volatilité accrue des rendements obligataires, combinée à des conditions monétaires strictes, la hausse des rendements réels pourrait constituer un facteur défavorable pour les marchés du crédit aux États-Unis et ailleurs.
- Troisièmement, **l'impact sur les actions est plus complexe et plus incertain que ce qui est habituellement décrit**. En effet, la corrélation entre les rendements des indices actions et les variations des rendements obligataires réels n'est pas stable et est proche de zéro sur le long terme. Le résultat est fonction de la tendance positive ou négative sous-jacente de la croissance. L'évolution des rendements réels est un **facteur clé de la rotation des secteurs économiques et des styles**. En bref, le retour à zéro devrait entraîner une surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance, ainsi qu'une surperformance des valeurs financières et de certains secteurs cycliques. En raison de la pondération relative des secteurs, l'Europe devrait en bénéficier en termes relatifs.
- Enfin, la hausse des taux d'intérêt réels **devrait soutenir le dollar** en particulier par rapport à l'euro, pour autant que la BCE maintienne sa politique actuelle. Les variations du prix de l'or sont fortement corrélées au niveau des taux d'intérêt réels¹. Historiquement, le prix de l'or en dollars s'accroît lorsque les taux d'intérêt réels entrent en territoire négatif et a tendance à baisser lorsque les taux d'intérêt réels reviennent à zéro.

Prévoir le retour à zéro

Les taux d'intérêt réels étant la différence entre les taux nominaux et l'inflation (réalisée ou attendue), ils peuvent augmenter en raison de taux nominaux plus élevés ou d'une inflation plus faible (et des anticipations), voire d'une combinaison des deux. Si l'on se réfère aux périodes précédentes où les taux d'intérêt

réels sont devenus (significativement) négatifs, et sur la base de notre scénario macroéconomique et de nos hypothèses de taux d'intérêt pour les États-Unis, nous pensons que leur évolution proviendra principalement d'une inflation plus faible et devrait durer entre 12 et 18 mois.

Quelle trajectoire pour les taux d'intérêt réels ?

Les moteurs à long terme des taux d'intérêt réels sont la politique monétaire, l'équilibre épargne/investissement, la demande relative d'actifs sûrs et la production par rapport au potentiel. Selon les études du FMI², la politique monétaire a été le principal moteur des taux réels dans les années 1980 et 1990, puis la forte augmentation de l'épargne dans les pays émergents sur fond de diminution des investissements mondiaux dans les années 2000, et enfin la demande d'actifs sûrs depuis

la crise financière mondiale en raison de la volatilité des actions. Les facteurs maintenant les taux d'intérêt réels à de faibles niveaux sont toujours à l'œuvre depuis la crise de la Covid, en particulier le risque relatif des actions par rapport aux obligations et l'excédent d'épargne. Par conséquent, les taux d'intérêt réels devraient revenir dans leur fourchette de ces dix dernières années, mais il est peu probable qu'ils augmentent davantage, du moins à moyen terme.

Des taux d'intérêt réels divergents comme source de diversification

Ces dix dernières années, les taux d'intérêt réels ont de plus en plus suivi une trajectoire similaire, au point que les acteurs du marché et les économistes prévoient un « taux d'intérêt mondial ». Après la crise de la Covid,

l'asynchronie des cycles économiques et des politiques monétaires et budgétaires entre les différentes régions du monde est telle que nous sommes plus susceptibles d'observer une **variété de taux d'intérêt réels**, entraînant

¹ Corrélation sur 12 mois glissants entre le prix de l'or en dollars et les bons du Trésor américain à 10 ans - l'IPC sur 30 ans est proche de 0,6

² Perspectives des taux d'intérêt réels mondiaux, FMI, avril 2014

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Définition des taux d'intérêt réels

Il existe de nombreuses façons de définir les taux d'intérêt réels, en s'appuyant sur l'inflation réelle (globale ou sous-jacente) ou les anticipations d'inflation des acteurs du marché (inflation à terme ou TIPS), ou encore les obligations à court ou à long terme. Pour mettre en évidence certains des mouvements clés du marché, nous utilisons la mesure simple du rendement des bons du Trésor américain à 10 ans comparé à l'IPC réel sur une base mensuelle. Dans une étude plus détaillée à paraître, nous proposons une mesure plus élaborée, avec un ajustement de la prime de liquidité afin d'évaluer le taux réel « pur ». Nous avons remarqué que dans les circonstances extrêmes que nous traversons actuellement, les deux mesures aboutissent à un résultat similaire.

une dispersion des prix et des valorisations des actifs. Le cas le plus évident aujourd'hui est la comparaison entre l'Europe et les États-Unis. Nous devons donc nous attendre à une divergence temporaire des taux d'intérêt réels des deux côtés de l'océan. La Banque populaire de Chine, quant à elle, en a fini avec les politiques de resserrement et commence à abaisser les taux d'intérêt nominaux et les taux réels. Par conséquent, les taux d'intérêt réels pourraient devenir une source de diversification de portefeuille.

« L'entrée et la sortie » du territoire négatif sont des étapes importantes ou des zones critiques pour les marchés, mais le processus de redressement l'est tout autant. L'impact sur les marchés provient davantage du taux de variation que du niveau réel, même si le fait de partir d'un taux d'intérêt réel profondément négatif devait rendre l'ajustement plus brutal et accentuer encore davantage la volatilité des marchés.

Achevé de rédiger le 28 janvier 2022

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
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^{er} février 2022. 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 février 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - jianguifang

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 et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTHON Jean Baptiste, Stratégiste

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

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, 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

STRENTA Aurelien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset

VANIN Grégorio, Analyste Recherche Cross asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit