

THÉMATIQUE



Sergio BERTONCINI,
Stratège Senior Taux

Obligations souveraines européennes : offre et demande en 2021

La dynamique entre les émissions de dette souveraine européenne et les achats de la BCE semble favorable en 2021. Côté offre, les émissions nettes devraient diminuer par rapport à 2020, grâce à la baisse du cumul des déficits budgétaires, au soutien des fonds européens et, dans certains pays, grâce à des comptes de trésorerie plus importants et à davantage de remboursements d'obligations. Côté demande, depuis l'augmentation en décembre du PEPP, le potentiel d'achat de la BCE semble plus que suffisant pour couvrir les nouvelles dettes et pour fournir un coussin de sécurité pour les éventuels besoins de financement supplémentaires.

Émissions de dette souveraine européenne vs achats de la BCE : dynamique favorable aux facteurs techniques obligataires en 2021

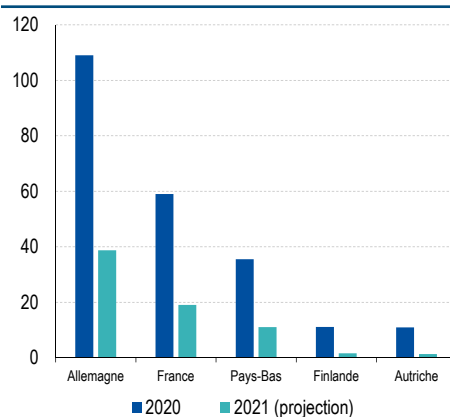
Nous nous intéressons, dans cet article, aux facteurs techniques susceptibles de dominer la dynamique de l'offre et de la demande des obligations souveraines de la zone euro cette année et qui devraient rester un des principaux déterminants des marchés obligataires de la zone euro. Nous suivons ici la même démarche que l'article thématique publié dans le Cross Asset de septembre dernier, qui s'intéressait aux mois restants de 2020, en comparant les anticipations en matière d'offre de dette souveraine en 2021 avec les achats potentiels de la BCE, de manière à apprécier la capacité de la politique monétaire à préserver l'environnement actuel de taux bas tout en maintenant la quête de rendement. Nos conclusions montrent que la façon dont la BCE a calibré son potentiel de QE en décembre lui permet d'absorber amplement la hausse attendue de la dette souveraine de la zone euro tout

en fournissant un coussin de sécurité et une protection remarquable en cas d'augmentation des besoins de financement. En effet, lors de la séance de questions-réponses à l'issue de la réunion de décembre, la présidente de la BCE déclarait à propos de la taille du QE : « avec les volumes dont nous disposons encore dans le cadre du PEPP, soit plus de 600 milliards d'euros, auxquels s'ajoutent les montants décidés aujourd'hui, nous sommes assurés de pouvoir maintenir **une présence significative et constante sur le marché** ».

Dynamique de l'offre de dette européenne souveraine à 10 ans en 2021

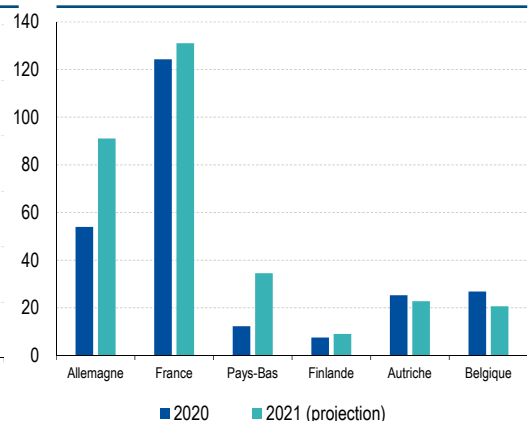
Nos projections, fondées sur les projets de budget et les plans de financement publiés pour 2021, signalent une diminution globale des besoins de financement en obligations européennes à 10 ans par rapport à la première année de la crise pandémique, au cours de laquelle les déficits budgétaires ont atteint des niveaux

1/ Pays core : émissions nettes de bons en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021. Belgique non incluse, car les chiffres sont proches de la stabilité pour les deux années.

2/ Pays core : émissions nettes d'obligations en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021.

THÉMATIQUE

records. En 2021, l'augmentation nette des titres négociables (obligations et bons) devrait être inférieure d'environ 160 milliards d'euros à celle de 2020, dont 100 milliards d'euros de baisse pour les pays du cœur de la zone et 60 milliards pour les pays périphériques.

Trois principaux déterminants de la baisse de l'offre nette de dette publique négociable attendue cette année :

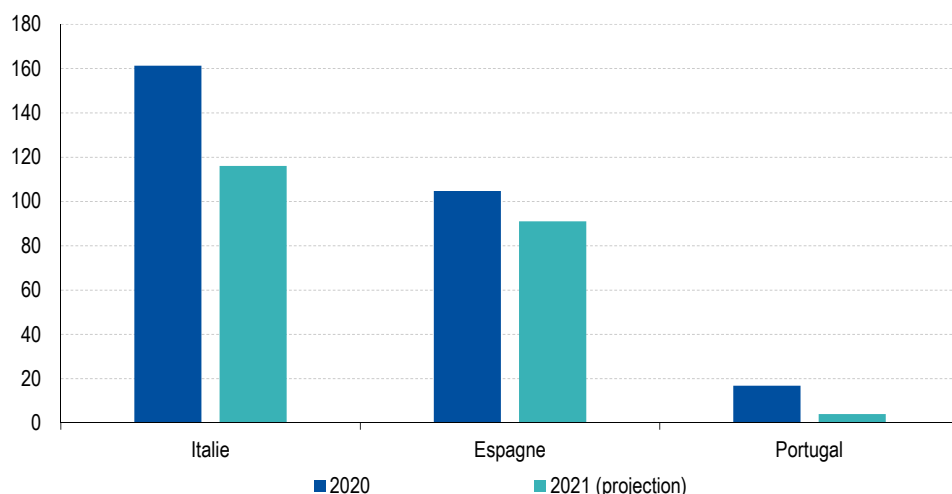
1. diminution du cumul des déficits budgétaires, malgré des évolutions budgétaires divergentes d'un pays à l'autre par rapport à 2020
2. soutien de l'UE par l'intermédiaire du programme SURE et du Fonds de relance de l'UE
3. pour certains pays, utilisation de comptes de trésorerie plus importants, recours à des sources de financement alternatives et remboursements plus importants.

Modification de la répartition de la dette dans les pays core

Compte tenu de la répartition entre instruments à moyen/long terme et instruments du marché monétaire, les émissions nettes prévisionnelles d'**obligations** européennes à 10 ans devraient rester proches des volumes de 2020, à savoir 530 milliards d'euros contre 515 milliards en 2020, tandis que les émissions nettes de **bons** à court terme devraient fortement diminuer, passant d'un niveau record proche

de 250 milliards d'euros en 2020 à moins de 80 milliards. Comme évoqué dans notre analyse de septembre, en 2020 les besoins de financement extraordinaires résultant de la crise du Covid-19 ont été couverts à l'aide de 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 core ont privilégié des émissions massives de bons et de titres souverains 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. 2020 s'est ainsi achevée sur une répartition des émissions nettes de dette à presque 50-50 entre obligations et bons dans les pays core, contre environ 90 % en obligations pour les pays périphériques. Cette répartition du financement devrait évoluer le plus fortement dans les pays core cette année, puisque 2021 devrait marquer le retour à une répartition plus classique de 80-20 entre obligations et bons, tandis que les obligations pourraient représenter de 95 % à 97 %, contre 90 % l'an dernier dans les pays périphériques. Les émissions nettes d'obligations devraient être plus élevées au premier trimestre 2021 en raison de la concentration des émissions en début de période

3/ Pays périphériques : émissions nettes d'obligations et de bons en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021.

THÉMATIQUE

et du peu de remboursements, mais devraient ensuite se tasser au cours des trimestres suivants. Compte tenu de l'évolution attendue de la structure de leur financement en obligations et en bons, les pays du cœur de la zone euro devraient voir augmenter leurs émissions nettes d'obligations, tandis que la baisse des émissions nettes de bons sera notable (de 225 milliards d'euros à 72 milliards).

Dynamique du marché de la dette des pays périphériques soutenue par la réduction des déficits, l'augmentation des remboursements et les fonds de l'UE

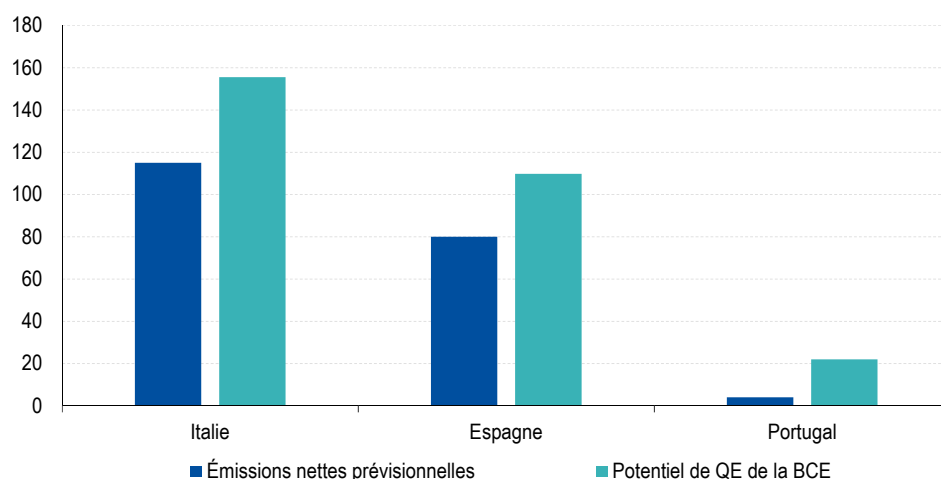
Les pays périphériques figurent parmi les pays où une combinaison des trois principaux facteurs mentionnés ci-dessus contribuera à faire baisser l'offre nette en 2021. Outre les déficits attendus en baisse, c'est en fait l'essentiel des fonds de l'UE disponibles en 2021 qui devraient réduire le recours aux marchés dans les pays périphériques. L'Italie, l'Espagne et le Portugal devraient à eux trois recevoir environ 60 % des montants disponibles dans le cadre du programme SURE et du Fonds de relance d'ici la fin de l'année. En même temps et contrairement aux pays du cœur de la zone, qui ne bénéficieront pas autant cette année des remboursements d'obligations (moins qu'en 2020), la dette arrivant à échéance semble plus élevée pour chacun des trois pays périphériques, pour un volume combiné de 35 milliards

d'euros, ce qui contribuera à réduire l'offre nette. Pour ce qui est des bons, les changements attendus sont marginaux. L'Espagne devrait y recourir dans une certaine mesure, après une année 2020 assez réussie en termes de prolongation de la durée moyenne de sa dette par rapport à d'autres pays. Les bons constitueront toujours une réserve de sécurité permettant de gérer avec souplesse une éventuelle hausse des besoins budgétaires. Le Portugal, enfin, entend également employer une part importante de son compte de trésorerie, augmenté grâce à ses financements de l'année dernière, pour couvrir ses besoins cette année.

Achats potentiels de la BCE

Avec la dynamique de l'offre, nous avons également estimé la puissance de feu potentielle du programme de QE de la BCE face aux émissions nettes de dette souveraine attendues en 2021. De nombreux scénarios différents sont envisageables quant à la répartition des flux de QE au cours des 15 prochains mois, qui plus est si l'on considère que le montant total mis à disposition peut ne pas être entièrement utilisé. On pourrait même soutenir qu'en termes relatifs, les flux de 2021 pourraient être supérieurs à ceux du premier trimestre 2022, dans la mesure où la reprise économique devrait gagner du terrain et le soutien budgétaire du NGEU se concrétiser progressivement, permettant ainsi une forme de *front running* sur le QE. Nous n'avons pas retenu de tels

4/ Pays périphériques : émissions nettes prévisionnelles d'obligations vs potentiel de QE estimé de la BCE en milliards d'euros



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 15 janvier 2021

THÉMATIQUE

scénarios dans nos projections et avons préféré envisager un déploiement plus uniforme du QE dans le temps, avec une trajectoire mensuelle plus régulière, une proportion allouée à la dette publique similaire à celle de 2020 et le respect de la clé de répartition des capitaux par pays. Les résultats de notre analyse font apparaître une forte capacité d'absorption de la dette souveraine par le QE, grâce à la diminution des besoins de financement et à la récente augmentation du potentiel du QE dans le cadre du train de mesures de décembre. Il apparaît même que les émissions nettes d'obligations souveraines européennes devraient s'avérer inférieures au potentiel de QE de la BCE pour l'ensemble des pays : la situation des pays périphériques est illustrée dans le dernier graphique de la présente étude.

En conclusion, les chiffres confirment que les facteurs techniques des obligations souveraines européennes continueront de bénéficier du soutien vigoureux de la politique monétaire en 2021. Les risques sur l'offre de dette souveraine sont principalement haussiers, car les gouvernements restent déterminés à fournir un soutien budgétaire et leurs plans sont susceptibles d'être renforcés en cas de persistance des restrictions sur l'activité économique. En même temps, les éventuelles variations pourraient, comme l'an dernier, être absorbées en bons à court terme, tandis que la puissance de feu de la BCE fournit un coussin de sécurité important en cas d'augmentation des besoins de financement.

Achévé de rédiger le 25/01/2021

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
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
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). 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.

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 - Carmen Martínez Torrán

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, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

BRECHT David, CFA, Analyste obligataire

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

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

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Éric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sasi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit