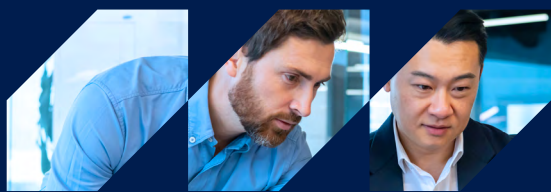
Amundi
Investment Solutions

La confiance, ça se mérite

Insurance Fixed Income Outlook



AUTEUR



Axel Genko
Gérant de portefeuille Senior chez Amundi AM

À propos de l'auteur

Axel a rejoint Amundi en tant que responsable des risques de marchés, avant d'y évoluer vers la gestion obligataire, d'abord comme Chief of Staff, puis comme gérant de portefeuilles Fixed Income. Auparavant, il a été analyste quantitatif et responsable des risques de marchés dans d'autres sociétés de gestion. Il est titulaire d'une maîtrise de mathématiques et d'un DEA de probabilités (Paris VI), ainsi que d'un DESS Banque & Finance (Paris V).

ÉDITEUR

Maëliss Odjo
Spécialiste Marketing Institutionnel Senior – Assureurs & Banques chez Amundi AM

Les *swap spreads* : décryptage, enjeux et perspectives

POINTS CLÉS

- **Un baromètre de marché essentiel :** les *swap spreads* mesurent l'écart entre les taux *swaps* et les rendements souverains, un indicateur avancé de l'aversion au risque et de la liquidité.

- **Une volatilité croissante :** depuis 2008, les *swap spreads* sont devenus plus volatils, avec des pics lors des crises (Covid, tensions souveraines) et des resserrements rapides (ex. : 2024). Cette volatilité reflète les tensions sur les marchés de taux et les changements de politique monétaire et budgétaire.

- **Des distorsions structurelles durables :** en théorie, des opportunités d'arbitrage existent, notamment pour les banques, mais des contraintes réglementaires et structurelles limitent ces possibilités. Celles-ci expliquent la persistance des *swap spreads*, qui reflètent les déséquilibres structurels et les primes de risque sur les marchés de taux.

- **Anticipations pour les années à venir :** la hausse des émissions souveraines couplée à la réduction de la liquidité excédentaire devrait entraîner un renchérissement des *swaps* (rétrécissement du *swap spread*). A contrario, un allègement de la réglementation bancaire et la fin ou le dénouement des programmes de couverture des fonds de pension devrait entraîner un renchérissement des obligations (élargissement du *swap spread*).

Introduction

Les *swap spreads,* indicateurs clés des tensions de liquidité et de l'aversion au risque, jouent un rôle crucial pour les assureurs. Au-delà de leur fonction de mesure des écarts de prix entre obligations souveraines et *corporate*, ils influencent directement les décisions de couverture, les stratégies ALM et les rendements des assureurs sous Solvabilité II.

Ces dernières années, leur forte volatilité a capté l'attention des marchés et a soulevé des questions stratégiques : qu'est-ce qui alimente ces fluctuations ? Quels en sont les moteurs profonds, et surtout comment les interpréter pour éclairer les décisions de couverture et d'investissement à venir ?

Dans cet article, nous vous proposons un décryptage des mécanismes fondamentaux des *swap spreads*, une analyse des évolutions passées et récentes, et un éclairage sur les forces structurelles susceptibles d'influencer leur trajectoire.

1. Définition, enjeux et évolution des *asset swap spreads*

Qu'est-ce que le *swap spread* ?

Définition

Le *swap spread* se définit comme la **différence entre le taux de marché de la jambe fixe d'un *swap* et le rendement de l'obligation souveraine de référence d'échéance identique**.

Le swap spread se définit comme la différence entre le taux de marché de la jambe fixe d'un swap et le rendement de l'obligation souveraine de référence d'échéance identique.

Swap spread **(=) Taux de marché de la jambe fixe d'un *swap***
(–) Rendement de l'obligation souveraine de référence d'échéance identique[1]

Il représente une approximation fiable de l'excès ou du déficit de rémunération périodique que procure la détention d'un titre d'État dont les coupons seraient indexés sur un taux variable de marché.

Importance stratégique

Son niveau s'avère déterminant pour l'ensemble des investisseurs qui cherchent à couvrir un risque de taux ou un risque d'adossement actif-passif. Il représente également une jauge importante du niveau d'aversion au risque, des risques de liquidité et de la demande relative des instruments de couverture et de l'appétit pour la dette souveraine.

Les piliers de référence

Pour une devise donnée, le *swap spread* de référence s'apprécie le plus souvent sur le pilier 10 ans d'une courbe.

Taux de référence

Traditionnellement, la jambe variable du *swap* était indexée sur un taux de référence tel que le LIBOR ou EURIBOR (typiquement à 3 ou 6 mois). Depuis la création du SOFR aux États-Unis et l'augmentation des volumes de *swaps* indexés sur l'ESTER en Europe, la lecture du *swap spread* bascule progressivement sur le choix de ce type de taux au jour le jour[2].

Note
Dans la suite du document et conformément aux usages de marché nous appellerons « resserrement » les situations où la différence entre le taux *swap* et celui des obligations souveraines diminue. Dans le cas inverse, il s'agira de situations « d'écartement ».

1. *En pratique, pour un pilier de maturité donné, on calcule le swap spread comme la différence entre : le taux de marché d'un swap qui démarre à la maturité du contrat future obligataire de référence pour ce pilier et dont la maturité qui coïncide avec celle de l'obligation de référence (moins chère à livrer) et le taux de rendement de marché de cette même obligation de référence.*
2. *La lecture du marché du swap spread US s'articule déjà sur la référence SOFR alors que le swap spread européen par défaut à ce jour garde une référence contre l'EURIBOR. Dans la mesure où il existe une base non négligeable entre les taux au jour le jour et les références de type LIBOR ou EURIBOR, cela peut contribuer à creuser les écarts entre swap spreads entre différentes devises.*

Tendances récentes dans l'évolution des *swap spreads*

Un changement de dynamique avant et après la crise financière de 2008

Avant la crise financière de 2008, les *swap spreads* étaient positifs pour les devises principales et sur l'ensemble des maturités de la courbe. Cette situation s'expliquait par deux facteurs majeurs :

Avant la crise financière de 2008, les swap spreads étaient positifs pour les devises principales et sur l'ensemble des maturités de la courbe.

- **des volumes importants de prêts interbancaires non collatéralisés,** traduisant une forte activité d'échange entre banques,
- **une politique monétaire** où la banque centrale limitait l'offre de refinancement aux banques.

Sur cette période, l'essentiel du refinancement des banques était indexé sur des taux variables qui portaient donc un risque de crédit reflétant la perception de la solvabilité du système bancaire. Ces taux servaient aussi d'indicateur des besoins de financement à court terme du secteur.

Au moment où la crise financière de 2008 s'est déclenchée, les *swap spreads* se sont donc significativement élargis. Puis ils se sont rétrécis lorsque les banques centrales sont entrées dans une politique monétaire de liquidités excédentaires. Les niveaux de taux variables se sont alors ancrés sur ceux administrés par les banques centrales.

Une convergence théorique avec les nouvelles références mais des écarts persistent

Lorsque le marché des *swaps* aura basculé dans son intégralité sur des **références variables « au jour le jour »** dites OIS (*Overnight Index Swaps*) ou *Risk-Free Rate*, les *swap spreads*, en théorie, ne devraient pas dévier significativement de zéro. En effet, les taux *swap* et les obligations souveraines seront alors représentatifs d'un risque de crédit similaire[3].

Cependant, malgré cette convergence théorique, comme on peut le voir dans la **Figure 1 et Figure 2, les *swap spreads* ont continué à osciller significativement.** Cela s'est avéré particulièrement visible en Zone Euro.

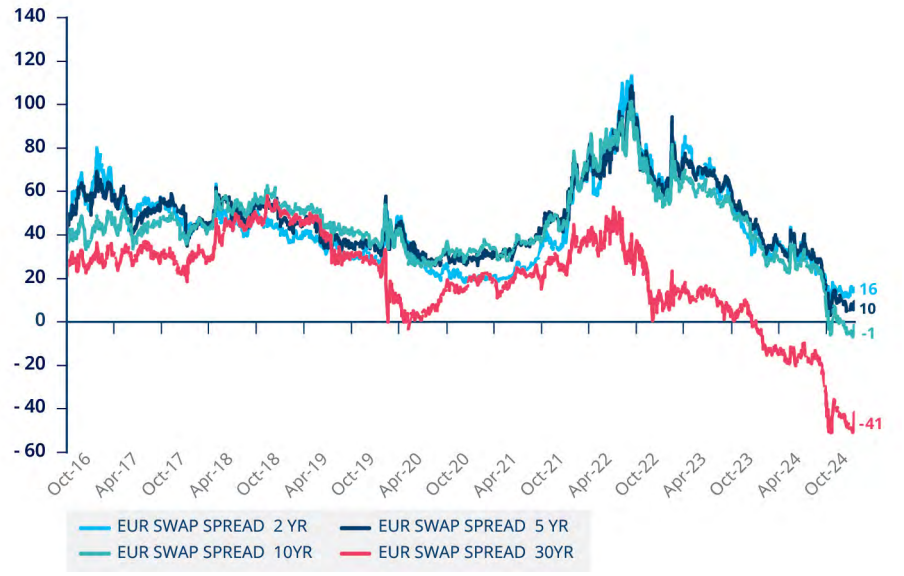
Par ailleurs, ils ne sont pas toujours homogènes :

- **sur les différentes parties d'une courbe :** positifs sur certains piliers et négatifs sur d'autres,
- **ou entre devises :** par exemple, toute la courbe de *swap spread* est négative depuis plusieurs années aux États-Unis alors qu'elle était principalement positive en Zone Euro jusqu'à récemment.

3. L'absence de risque de crédit sur les taux courts reste un sujet de débat. Même si on les qualifie de « Risk Free Rate » les taux courts comme l'ESTER par exemple resteront ancrés à des niveaux proches du taux de référence de la banque centrale. Cette situation pourrait évoluer si les banques centrales décident d'éliminer totalement ou réduire significativement les excédents de liquidité. Par ailleurs, l'EURIBOR comporte une composante risque de crédit puisque les contributions au fixing sont en général cohérentes avec l'écart de qualité de crédit entre le contributeur et la moyenne du panel. C'était également le cas pour les taux LIBOR dont la publication a cessé définitivement en septembre 2024.

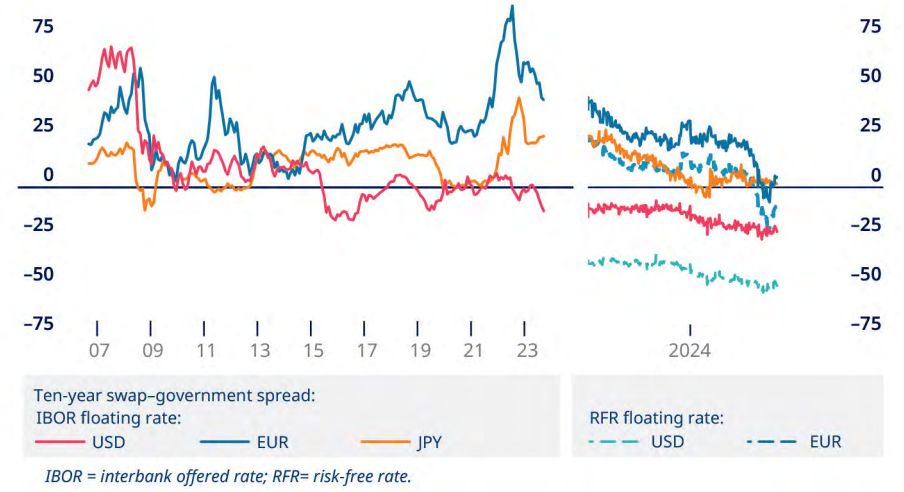
les investisseurs continuent d'anticiper une forte volatilité de swaps spreads et des écarts non homogènes persistent entre devises ou piliers d'une même courbe.

Figure 1 : illustration de l'évolution de l'EUR *Swap Spread* 2, 5, 10 et 30 ans



Source : Bloomberg, données au 14 février 2025

Figure 2 : évolutions du *Swap Spread* 10 ans sur les devises EUR, USD et JPY depuis 2007.



Source : BIS, Quarterly Review, Décembre 2024

La persistance de niveaux de *swap spreads* significativement positifs ou négatifs ainsi que des disparités entre piliers de courbe et devises devraient en principe conduire à des arbitrages. Pourtant, les investisseurs continuent d'anticiper une forte volatilité de *swaps spreads* et des écarts non homogènes persistent entre devises ou piliers d'une même courbe.

Volatilité de marché et hétérogénéité des niveaux de *swap spreads*

La volatilité a été plus forte en Zone Euro où le swap spread a connu plusieurs pics.

La compression des *swaps spreads* après la crise financière aurait pu déboucher sur un écrasement de leur volatilité, mais les dynamiques se sont révélées différentes selon les zones géographiques :

Aux États-Unis, le *swap spread*, lorsqu'il était encore évalué sur le LIBOR, a longtemps oscillé autour de zéro. Cependant, depuis le début de la décennie en cours, il s'enfonce de plus en plus en territoire négatif.

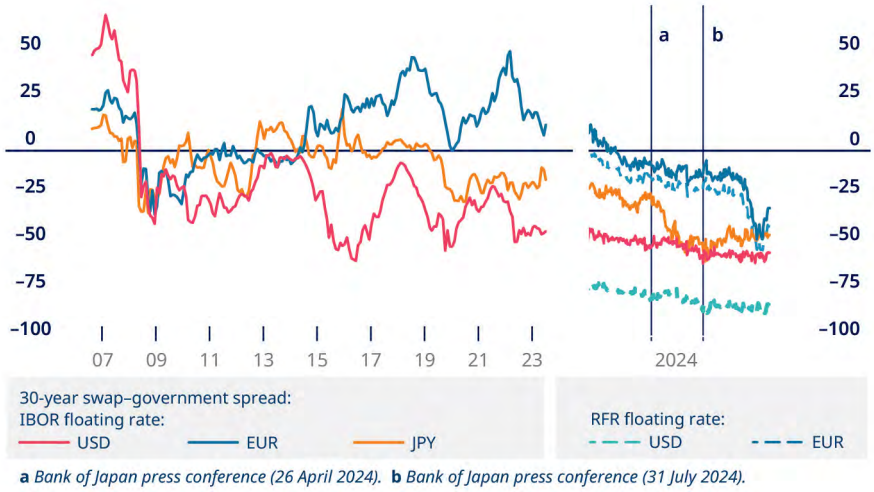
La volatilité a été plus forte en Zone Euro où le *swap spread* a connu plusieurs pics :

- **les deux premiers** correspondent à la crise souveraine et à l'apparition du Covid.
- **le troisième pic de volatilité** a commencé en 2021 où le *swap spread* est passé de 25 points de base en début d'année 2021 avant de dépasser 80 bps en fin d'année 2022.
- **puis ces deux dernières années il s'est resserré** jusqu'à franchir la parité en novembre 2024. Plus précisément, il s'est resserré de 50 bps sur l'année 2024 et la moitié de ce mouvement s'est effectuée au cours du quatrième trimestre de l'année.
- **à l'issue de ce mouvement, le *swap spread* Euro est devenu négatif** pour la première fois en novembre 2024. Cette dynamique contraste avec la situation aux États-Unis, où le *swap spread* est resté négatif la majorité du temps depuis 2015.

Cette volatilité a été partiellement observée sur le JPY mais **beaucoup moins sur l'USD** dont le mouvement a été globalement orienté à la baisse pour une amplitude de 25 bps étalés sur les trois dernières années.

Enfin, le *swap spread* 30 ans USD a toujours été négatif aux États-Unis depuis fin 2008 alors qu'en zone Euro il a été positif entre 2015 et fin 2023. À partir de 2024, il s'enfonce de plus en plus en territoire négatif.

Figure 3 : évolutions du *Swap Spread* 30 ans sur les devises EUR, USD et JPY depuis 2007.



a *Bank of Japan press conference (26 April 2024).* **b** *Bank of Japan press conference (31 July 2024).*

Source : BIS, Quarterly Review, Décembre 2024

2. Opportunités d'arbitrage et valeur relative : théories, contraintes et réalités de marché

Les opportunités d'arbitrage sont souvent perçues comme un mécanisme naturel de correction des écarts de marchés financiers. Cependant, malgré l'existence de stratégies théoriques d'arbitrage, les *swap spreads* persistent. Dans cette partie, nous explorons les mécanismes d'arbitrage mais aussi les contraintes structurelles qui empêchent leur convergence.

Les possibilités théoriques d'arbitrage des *swap spreads*

Dans un contexte de liquidité excédentaire, les *swap spreads* représentent un écart de prix entre deux sous-jacents représentatifs d'un risque de solvabilité identique et ils ont donc vocation à rester proches de zéro avec une faible volatilité sur l'ensemble des maturités et des devises[4].

En théorie, les écarts de prix pourraient être arbitrés via plusieurs canaux illustrés dans le tableau ci-dessous.

Méthode d'arbitrage	Description	Détails
Achat d'obligations couplé à une position en *swap* receveuse	Arbitrage via le marché du Repo pour annuler le *swap spread.*	- ***Swap spread* négatif :** Emprunter le titre de référence via le marché du Repo et couvrir le risque de taux avec un *swap* receveur. *P&L : IRS_Receveur – Rendement de l'obligation + Taux Repo + Référence Variable Repo – Référence Variable IRS.* - ***Swap spread* positif :** Acheter des obligations d'État financées par un Repo et couvrir avec un IRS payeur[3].
Arbitrage via futures et IRS	Répliquer une stratégie d'arbitrage sans accès au marché du Repo.	- Achat ou vente de *futures* couverts par un IRS.
Exploitation des écarts entre devises par des *swaps* de change	Atténuer les différences de *swap spreads* entre devises.	- Utilisation des *Cross Currency swaps* en tenant compte des bases de change apparues lors de la crise financière.
Arbitrage intra-courbe	Arbitrage des disparités entre différentes maturités sur une même courbe.	- Combinaisons d'achat et vente de futures et d'un *swap* de taux d'intérêt (IRS) pour arbitrer les *swap spreads* positifs et négatifs sur différents piliers.

Opportunités au-delà de l'arbitrage

Sans même parler d'arbitrage, de nombreux acteurs peuvent tirer profit de l'existence d'un *swap spread* pour améliorer un résultat financier.

Ainsi, une **compagnie d'assurance** pourra choisir entre un *swap* de taux d'intérêt receveur ou un investissement dans une obligation long terme pour adosser les cash-flows à recevoir à l'écoulement prévisible du passif.

4. Cette affirmation prend tout son sens lorsque le taux de référence du swap est un taux au jour le jour (EONIA ou SOFR par exemple). Les swaps indexés sur l'EURIBOR contiennent une composante risque de crédit représentative de la qualité de crédit du panel des banques contributrices. Dans des conditions de marché « normales » et sur la majorité des piliers de maturité cette différence dépasse rarement une vingtaine de points de base.

5. En pratique, ce marché est arbitré sur des échéances courtes (jusqu'à 2 ans) pourvu que le P&L de l'opération dépasse significativement une dizaine de bps afin de couvrir les coûts réglementaires (cf. section suivante).

Au cours de ces dernières années, les swap spreads ont connu une volatilité importante, et les observateurs s'attendent à ce que cette tendance perdure pendant les prochaines années.

Une **banque ne souhaitant pas prendre de risque de duration** pourra également choisir de constituer ses réserves de liquidité (buffer HQLA) avec des instruments du marché monétaire ou avec des obligations à maturité éloignée couvertes en *Asset Swap*. Ces possibilités ont donc vocation à écrêter les écarts de prix significatifs entre obligations souveraines et IRS.

Pourtant, au cours de ces dernières années, les *swap spreads* ont connu une volatilité importante, et les observateurs s'attendent à ce que cette tendance perdure pendant les prochaines années. La réglementation est souvent citée comme le principal obstacle à la mise en œuvre d'arbitrages. Par ailleurs, la structure du marché, où les dynamiques de flux diffèrent souvent entre les marchés obligataires et des dérivés, devrait continuer à permettre l'existence de *swap spreads* (positifs ou négatifs) significatifs.

Contraintes réglementaires et limites à l'arbitrage des *swap spreads*

La réglementation bancaire a progressivement limité la capacité des banques à intervenir sur les marchés du Repo et des dérivés à travers les exigences en capital liées aux risques de marché et de risque de contrepartie. En effet, bien que les opérations de repo soient collatéralisées, le régulateur impose la mobilisation de capital pour couvrir le risque de contrepartie, notamment en cas de dénouement anticipé dû à un défaut, lorsque la valeur du collatéral ne suffit pas à couvrir l'engagement. Ces exigences en capital peuvent également s'appliquer aux positions des banques sur des obligations asset-swappées, même lorsqu'elles sont destinées à être détenues jusqu'à maturité.

Plus récemment, les banques ont dû intégrer une contrainte liée à la taille de leur levier, qui impose une exigence en capital réglementaire pour chaque exposition inscrite à l'actif du bilan, indexée sur le nominal de cette transaction[6]. Cette exigence est renforcée pour les banques systémiques (G-SIB), particulièrement actives sur les marchés du Repo et des dérivés de taux. Plusieurs études ont montré que cette contrainte de levier est l'un des freins les pénalisants à l'exploitation des écarts de prix entre obligations souveraines et *swaps*[7].

Enfin, les volumes traités et les exigences de marges (marges initiales et appels de marge pour couvrir les variations de valorisation) limitent la capacité d'acteurs non soumis à la réglementation bancaire à atténuer ces écarts de prix.

Bien qu'un renforcement significatif de la réglementation bancaire semble peu probable dans les années à venir, il reste vraisemblable qu'elle continue de limiter fortement la capacité des acteurs bancaires et non bancaires – directement ou indirectement impactés, notamment via le coût de financement par exemple - à profiter pleinement des opportunités offertes par ces marchés. Il est donc vraisemblable qu'on puisse observer des niveaux de *swap spreads* significativement positifs ou négatifs dans les années qui viennent.

6. En pratique, cette exigence pénalise les expositions qui ne sont pas nettées auprès d'une chambre de compensation et qui incrémentent les tailles des bilans à hauteur du nominal traité.

7. Voir en particulier « Negative Swap Spreads », Federal Reserve Bank of New-York Economic Policy Review, Octobre 2018.

3. Les fondements de l'évolution des *swap spreads*

Les *swap spreads* sont influencés par une multitude de facteurs économiques et structurels. Comprendre ces forces fondamentales est essentiel pour anticiper leurs mouvements à long terme. Cette section décrit les principaux facteurs qui façonnent l'évolution des *swap spreads.*

Facteurs contributifs aux mouvements des *swap spreads*

Volumes d'émission et politiques monétaires

Le facteur le plus significatif dans l'évolution des *swap spreads* se trouve dans **l'évolution des volumes d'émission des gouvernements étatiques et les évolutions de politique de *Quantitative Easing* (QE) ou *Tightening* (QT).**

Le facteur le plus significatif dans l'évolution des swap spreads se trouve dans l'évolution des volumes d'émission des gouvernements étatiques et les évolutions de politique de Quantitative Easing (QE) ou Tightening (QT).

- **Au lendemain de la crise financière de 2008**, les déficits budgétaires des États se sont significativement creusés et ont induit une forte augmentation des volumes d'émission. Les banques centrales ont absorbé une partie de ces volumes pendant les phases de QE qui ont limité le renchérissement des *swaps* vis-à-vis des obligations étatiques.
- **Post pandémie**, l'accélération du creusement des déficits , suivie d'une phase de QT, a poussé le marché à absorber des volumes plus élevés et donc à réduire les niveaux de *swap spreads.*

Dans le cas particulier de l'Europe, trois tendances ont permis une évolution singulière du *swap spread* :

- **un volume d'émission limité en Allemagne :** le *swap spread* en Europe est évalué à partir des émissions allemandes. Or, l'Allemagne fait partie des rares pays dont le déficit n'a pas significativement augmenté. Par conséquent, la hausse des volumes d'émission y a été plus modérée que dans les autres États, limitant ainsi le renchérissement du *swap* face au Bund.
- **des écarts de rendement persistants entre les obligations souveraines :** à l'inverse, les déficits, et donc les volumes d'émission **des autres États de la zone Euro** contribuent à maintenir des écarts de rendement importants entre les obligations qu'ils émettent. Ces écarts de rendement ont pu inciter des acteurs (typiquement des banques pour leurs buffer HQLA) à acheter des obligations long terme asset-swappées.
- Enfin, dans les **épisodes de stress financier, les investisseurs ont massivement privilégié l'achat d'obligations d'État allemandes** ce qui a eu pour effet également d'augmenter le *swap spread* et sa volatilité.

Ces trois singularités ont contribué à une cherté singulière du *swap spread* Euro (dont l'obligation de référence est le sous-jacent du contrat Bund) qui n'est pas observée pour les autres devises.

Anticipations de politique monétaire

Les anticipations de politique monétaire jouent également un rôle important dans l'évolution des *swap spreads*.

En effet, l'achat ou la vente d'un IRS nécessite une faible mobilisation de liquidités en comparaison avec les opérations d'achat ou vente d'obligations et présente moins de contraintes opérationnelles que l'utilisation de *futures*, qui nécessitent des ajustements périodiques.

Par ailleurs, les *futures* de taux portent des risques idiosyncratiques (politique budgétaire, risques souverains) qui en font une couverture moins naturelle du risque de taux que les IRS. La plupart des acteurs de marché préféreront donc traduire leurs anticipations de politique monétaire ou d'évolution de l'inflation avec des IRS plutôt qu'avec des futures ou des obligations. Ainsi, les niveaux d'IRS peuvent s'avérer plus véloces que les rendements obligataires. Cela implique une pression à l'élargissement des *swap spreads* en anticipation d'un durcissement de politique monétaire et d'un rétrécissement dans les phases d'assouplissement.

Toutefois le degré d'aversion au risque peut agir en sens contraire des anticipations de politique monétaire. En effet, dans un environnement où les investisseurs cherchent à diminuer leurs expositions risquées, les obligations souveraines deviennent un refuge naturel (*safe haven*). Leur rendement pourra alors se contracter plus vite que celui des IRS même si la manifestation d'un risque élevé pourrait précéder une détente de la politique monétaire.

Les niveaux d'IRS peuvent s'avérer plus véloces que les rendements obligataires. Cela implique une pression à l'élargissement des swap spreads en anticipation d'un durcissement de politique monétaire et d'un rétrécissement dans les phases d'assouplissement.

Marché du repo

Malgré les contraintes induites par la réglementation bancaire sur la capitalisation des banques, **les niveaux de Repo exercent une influence sur les niveaux de *swap spreads* courts** (typiquement jusqu'à 2 ans). En effet, au-delà d'une dizaine de points de base, le portage cristallisé à travers une opération d'achat ou vente de titres financée avec le marché du Repo peut suffire à générer un gain significatif, même après prise en compte des coûts réglementaires.

Par ailleurs, lorsqu'un gouvernement observe que sa dette se négocie à un coût nettement supérieur à celui du Repo, celui-ci peut émettre des titres de dette court et placer les fonds levés sur les marchés monétaires. Ce phénomène s'est notamment produit entre 2020 et 2023, période durant laquelle les niveaux de Repo étaient significativement moins élevés que l'ESTER.

Autres facteurs

De nombreux autres facteurs peuvent également influencer l'évolution des *swap spreads.*

Parmi eux figurent notamment les **volumes d'émission d'obligations *corporate* et financières.** Ces émissions qui sont partiellement couvertes par les émetteurs via des IRS receveurs, exercent une pression à l'élargissement des *swap spreads.* A contrario, en période de taux bas des émetteurs peuvent effectuer des **opérations de verrouillage de taux (*rate locking*) avec des IRS payeurs en anticipation de leurs futures émissions** et entraîner une pression au resserrement des *swaps spreads.*

Les flux de souscriptions ou de rachats dans les fonds qui protègent le risque de duration avec des IRS payeurs peuvent aussi influer sur les niveaux de *swap spread*. L'ampleur de ces pressions va dépendre des volumes d'activité (investissement *corporate* et de prêts bancaires), des flux d'activité des anticipations de trajectoire de taux d'intérêt et de leurs niveaux absolus.

Enfin on peut également citer les **écarts de *swap spread* entre devises** qui peuvent être arbitrés après prise en compte de la base de change à terme[8].

Limites de ces facteurs

L'offre relative d'obligations gouvernementales, les anticipations de politique monétaire et les niveaux constatés sur le marché de Repo semblent pouvoir expliquer les évolutions récentes des *swap spreads* sur le pilier de référence et sur le court terme. Cependant, ils s'avèrent **insuffisant pour les écarts entre piliers de courbe et devises.** Il est nécessaire d'examiner les dynamiques de flux afin d'expliquer ces derniers.

8. Par exemple, un émetteur qui peut émettre les marchés Euro et US Dollar évaluera la différence entre le swap spread EUR et celui en USD auquel il faut retrancher la base de change EUR/USD pour la maturité considérée.

Depuis la crise financière le swap spread 30 ans est resté systématiquement négatif en USD. Il l'est devenu au Japon à partir de 2019 et en Europe à partir de 2024.

Inversion de la courbe de *swap spread*

L'inversion de courbe des *swap spreads* (*spreads* courts supérieurs aux longs) est un signal de marché singulier :

- ***swap spread* 30 ans :** depuis la crise financière le *swap spread* 30 ans est resté systématiquement négatif en USD. Il l'est devenu au Japon à partir de 2019 et en Europe à partir de 2024.
- **écart entre le *swap spread* 30 ans et 10 ans :** cet écart s'enfonce lui aussi encore davantage en territoire négatif. Cela provient principalement des programmes d'achat des compagnies d'assurance-vie qui couvrent la duration de leurs passifs avec des IRS plutôt qu'avec des achats d'obligation très long terme. Cette tendance s'est renforcée avec l'inversion de la courbe de *swap spreads* et les niveaux négatifs du 30 ans sur les principales devises depuis la crise financière.

Tendances prévisibles pour l'évolution des *swap spreads*

Les perspectives des *swap spreads* pour les années à venir sont influencées par plusieurs facteurs clés :

Augmentation des émissions d'obligations gouvernementales

Même bien anticipée, l'augmentation des volumes d'émission d'obligations gouvernementales devrait continuer à pousser vers un **resserrement supplémentaire des *swap spreads*.** Cela devrait être le cas aussi bien en Europe, où l'Allemagne pourrait desserrer sa contrainte budgétaire après les élections législatives de février, qu'aux États-Unis où les déficits budgétaires de la nouvelle administration pourraient encore augmenter l'offre de titre. Ces pressions s'exerceront d'autant plus fortement que les banques centrales continueront leur politique de *Quantitative Tightening*.

Hausse des coûts de Repo

Le renchérissement du Repo au fur et à mesure que la BCE réduit sa liquidité excédentaire pourra également **limiter les possibilités d'arbitrage sur les échéances court terme et donc creuser les niveaux des *swap spreads*.**

Volatilité due aux incertitudes politiques

Les incertitudes sur les modalités d'implémentation et le calendrier de mise en œuvre des projets de la nouvelle administration et en particulier les craintes qu'elles continueront de susciter pourront **alimenter des épisodes de volatilité qui se traduiront vraisemblablement par des épisodes ponctuels d'élargissement,** en particulier sur la partie courte de la courbe.

Évolution de la réglementation bancaire

À moyen terme, l'évolution de la réglementation bancaire, avec en particulier une possible remise en cause des ratios de levier, pourrait permettre aux banques d'augmenter leurs expositions aux marchés de Repo et donc de **diminuer les amplitudes de *swap spreads*** dont les niveaux pourront être mieux arbitrés.

Fin des programmes de couverture des fonds de pension

En Europe, la fin prévisible des programmes de couverture des fonds de pension pourrait permettre un **élargissement du *swap spread*** ainsi qu'une désinversion de la courbe de *swap spread* sur les échéances les plus lointaines.

Amundi
Investment Solutions

Information importante

Investir implique un risque de perte en capital. Information promotionnelle non contractuelle ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Pour plus d'informations consulter le site www.amundi.com.

Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs. L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Elles sont établies sur des sources considérées comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution. Sauf indication contraire, toutes les Informations contenues dans ce document sont réputées exactes 28 février 2025.

Cette information n'est pas destinée 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. La définition de « US Person » vous est fournie dans les mentions légales du site www.amundi.com.

Date de première utilisation : Mars 2025.

No. Doc ID : 4275880

Document publié par Amundi Asset Management, Société par Actions Simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Conception : Atelier Art6 - Crédit photo : © iStock/Getty Images Plus