

PERSPECTIVES  
STRATÉGIQUES

# Perspectives pour le marché des bons du Trésor américain ?

## POINTS À RETENIR

Les annonces de droits de douane par le président Trump ont ébranlé les marchés financiers américains, jusqu'alors dominants et ont exercé une pression sur les rendements des bons du Trésor dans un contexte de crainte de ralentissement de la croissance et de hausse de l'inflation.

Récemment, la différence entre le rendement attendu par les investisseurs détenant des bons du Trésor et celui des swaps s'est considérablement creusée, ce qui témoigne d'une hausse du risque perçu pour la détention de bons du Trésor.

La fin de l'exceptionnalisme des marchés financiers américains est tout sauf actée, pour autant, une diversification renforcée nous semble de plus en plus nécessaire, et ce, même dans le domaine de la dette souveraine. Dans ce contexte, les marchés obligataires européens constituent une option intéressante.

Jusqu'à très récemment, le dollar américain (et les marchés financiers américains) semblaient régner en maître. Le dollar s'est imposé comme la devise dominante dans les transactions internationales. Les paiements SWIFT libellés en dollars sont passés d'un peu plus de 30 % du total au début de 2010 à un niveau record de 50,2 % en janvier 2025. De plus en plus, les marchés boursiers américains sont devenus l'endroit privilégié où le monde entier stocke sa richesse. En pourcentage de l'indice mondial, l'indice MSCI US est passé de 37 % en 1995 à 74 % à la fin de l'année dernière. Toutefois, en y regardant de plus près, la domination des marchés financiers américains semble moins assurée. **Le marché américain des bons du Trésor, en particulier, montre des signes de tension.**

### Que se passe-t-il sur le marché des bons du Trésor américain ?

L'annonce inattendue par le président Trump, le 2 avril, de droits de douane d'une ampleur sans précédent a provoqué une onde de choc dans l'économie, entraînant une forte volatilité des marchés financiers. Dans un premier temps, les rendements des bons du Trésor ont baissé en raison des craintes de récession, mais les rendements à plus long terme ont rapidement rebondi, les investisseurs anticipant une hausse de l'inflation et **commençant à intégrer des risques plus élevés dans leurs prévisions.** Le rendement à 10 ans a bondi de moins de 4 % à 4,5 % en quelques jours seulement, tandis que le rendement à 30 ans a atteint 5 %.

RÉDACTEURS

GUY STEAR

RESPONSABLE  
STRATÉGIE DES  
MARCHÉS DÉVELOPPÉS

SILVIA DI SILVIO

STRATÉGISTE CROSS  
ASSET SENIOR

« La domination des marchés financiers américains semble moins assurée. Le marché américain des bons du Trésor, en particulier, montre des signes de tension. »

26 %

Part des É.-U. dans le  
PIB mondial

~70 %

Part des États-Unis dans  
l'indice MSCI World

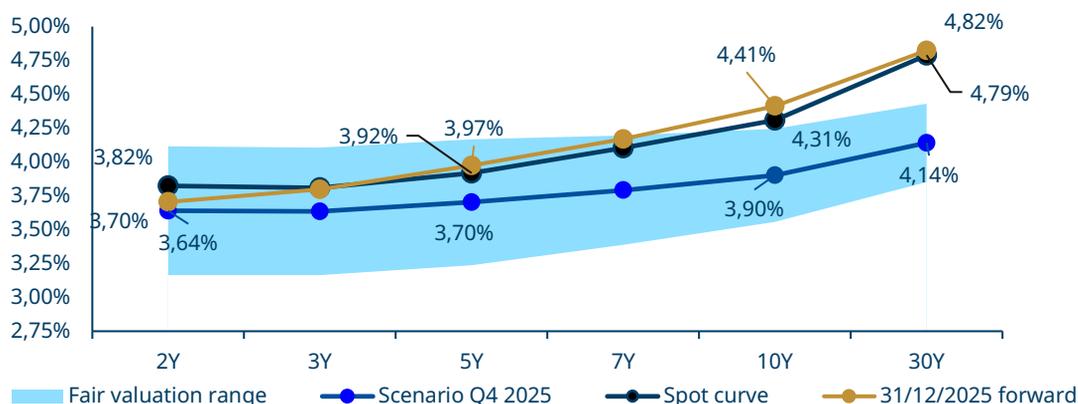
~40 %

Part des États-Unis dans  
la capitalisation  
boursière mondiale des  
obligations

~40 %

Part des États-Unis dans  
l'indice Bloomberg  
Global Aggregate Bond

## Modèle Nelson-Siegel – Détail de la courbe de rendement à la juste valeur vs spot et contrats à terme



Source : Amundi Investment Institute, au 2 mai 2025. Uniquement à titre d'information. Chez Amundi Institute, notre approche de valorisation des obligations suit deux étapes : tout d'abord, nous nous appuyons sur le modèle Nelson-Siegel (NS) pour extrapoler différents facteurs de la courbe de rendement. Nous modélisons ensuite chaque composante à l'aide de variables macro-financières saines et cohérentes. Le modèle NS est largement utilisé par les gestionnaires de patrimoine obligataire des organismes publics, des banques d'investissement et des banques centrales pour ajuster la structure à terme des taux d'intérêt.

Ce n'est pas la première fois que les bons du Trésor américain ont subi des pressions depuis l'élection présidentielle américaine de novembre. En effet, notre modèle de juste valeur des rendements américains à 10 ans a montré qu'ils étaient sous-évalués en plusieurs points au cours des cinq derniers mois et qu'ils pourraient être sous-évalués actuellement. Nous prévoyons que les rendements américains à 10 ans resteront à 4,3 %, en phase avec les niveaux actuels du marché, en raison des pressions antagonistes liées à la faiblesse de la croissance et à la persistance de l'inflation.

### Pourquoi les bons du Trésor sont-ils sous pression ?

Pour comprendre pourquoi les rendements des bons du Trésor sont sous pression, il convient d'examiner **les principaux facteurs qui influencent l'évolution des rendements nominaux** :

1. **les anticipations de croissance économique réelle**, qui représentent environ **les deux tiers des variations des rendements nominaux** ;
2. **les anticipations d'inflation**, représentées par le point mort d'inflation, qui **contribuent à hauteur d'environ 20 %** ;
3. **et la qualité intrinsèque des bons du Trésor**, illustrée par le **swap spread**, qui représente environ **10 à 15 % des variations des rendements nominaux**.

*« Selon notre modèle, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans et, en particulier, à 30 ans sont supérieurs à leur juste valeur. »*

### Focus : comprendre le swap spread d'actifs

**La qualité intrinsèque des bons du Trésor américain peut être évaluée à l'aide des swap spreads.** Ceux-ci comparent les taux d'intérêt (rendements) des bons du Trésor avec les taux de swaps\* ayant la même échéance.

- **Swap spread positif** : le rendement des bons du Trésor est inférieur au taux des contrats d'échange (swap). Les investisseurs sont prêts à accepter des rendements plus faibles sur les bons du Trésor que sur les swaps, **en raison de la sécurité et de la stabilité perçues des bons du Trésor**.
- **Swap spread négatif** : le rendement des bons du Trésor est supérieur au taux des contrats d'échange (swap). Depuis 2020, date à laquelle les swaps ont commencé à utiliser le SOFR comme taux variable, cela a généralement été le cas. Les investisseurs ont exigé un rendement plus élevé des bons du Trésor en raison des **inquiétudes liées à l'offre excessive ou à l'affaiblissement de la demande**.

**Récemment, l'augmentation du rendement exigé par les investisseurs pour détenir des bons du Trésor a considérablement augmenté par rapport aux swaps.** De 2021 à 2023, le taux d'échange d'actifs s'est situé entre -15 points de base (pb) et -35 pb. En début avril 2025, ce taux est tombé à une moyenne de -55 pb, ce qui signifie que les investisseurs exigent un rendement encore plus élevé pour détenir des bons du Trésor par rapport aux swaps.

\*Un swap de taux d'intérêt est un accord financier entre deux parties qui s'engagent à échanger les paiements d'intérêts sur un montant principal déterminé pendant une période donnée. En règle générale, une partie paie un taux d'intérêt fixe tandis que l'autre paie un taux variable basé sur un indice de référence tel que le taux de financement garanti au jour le jour (SOFR).

En avril, le taux de swap, c'est-à-dire l'écart entre les rendements des bons du Trésor et les swaps de taux d'intérêt, s'est creusé, suscitant des inquiétudes quant à un dysfonctionnement du marché et au rôle de valeur refuge des bons du Trésor américain. Nous pensons que les rendements des bons du Trésor continueront d'augmenter par rapport aux swaps pour deux raisons.

**L'offre devrait continuer à augmenter.** Les États-Unis affichent un déficit budgétaire depuis 2002, mais celui-ci s'est considérablement creusé pendant la pandémie de COVID-19. La dette fédérale en pourcentage du PIB a plus que doublé depuis le début du siècle, passant de 56 % en 2000 à 124 % à la fin de l'année dernière. **Des déficits plus importants impliquent nécessairement une augmentation des émissions obligataires.** Le Trésor américain pourrait bien continuer à augmenter ses émissions de bons par rapport aux obligations, mais nous prévoyons une hausse des rendements des bons du Trésor par rapport aux swaps sur l'ensemble de la courbe.

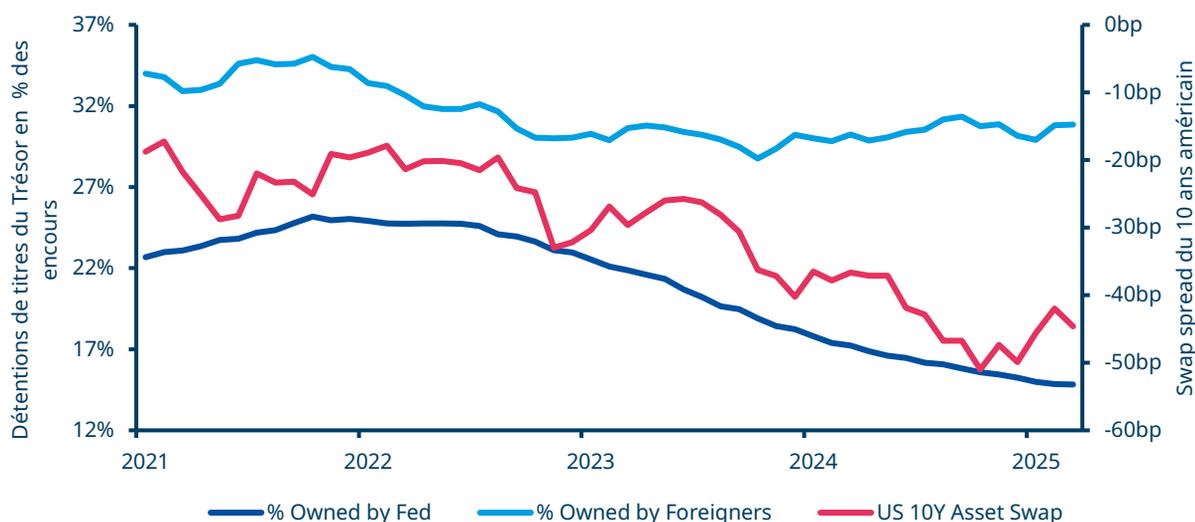
La demande de bons du Trésor américain pourrait également continuer à baisser, du fait, en particulier, de deux types d'acteurs :

- **La Fed :** au plus fort de son programme d'assouplissement quantitatif, à la mi-2016, la Fed détenait 6 300 milliards de dollars de bons du Trésor dans son bilan. Avec le passage de l'assouplissement quantitatif au resserrement quantitatif, ce chiffre a diminué, tombant à 4 200 milliards de dollars à la fin du mois de mars.
- **Les grands détenteurs étrangers,** généralement des banques centrales et des fonds souverains : Les bons du Trésor détenus par ces participants n'ont pas diminué en valeur nominale, mais sont passés d'un peu plus de 1 000 milliards de dollars en 2001 à plus de 8 000 milliards de dollars en mars dernier. Cependant, cette croissance ayant été dépassée par celle du marché des bons du Trésor, **la part détenue par ces investisseurs a reculé, passant d'un pic de 56 % à la mi-2008 à un peu plus de 30 % aujourd'hui.**

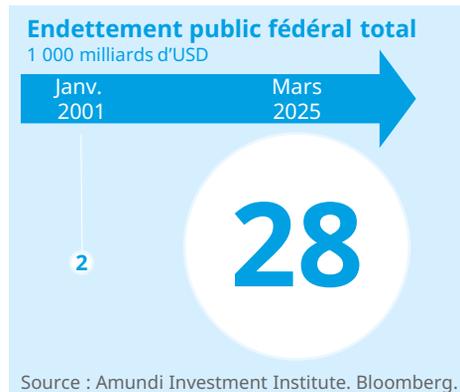
Pour l'instant, le passage à un swap spread plus négatif semble avoir été entraîné par la baisse des avoirs de la Fed (voir graphique ci-dessous).

On peut toutefois facilement imaginer que si les grands investisseurs étrangers réduisent leurs avoirs, les rendements des bons du Trésor pourraient augmenter encore davantage par rapport aux taux des swaps. En l'absence d'une baisse du taux des swaps, cela pourrait pousser les rendements nominaux américains à la hausse.

## La diminution des avoirs officiels a fait baisser le prix des bons du Trésor



Source : Réserve fédérale américaine, Trésor américain, Bloomberg, Amundi Investment Institute. Bloomberg, données au 31 mars 2025.



## Comment aborder la phase d'incertitude sur les marchés obligataires

Nous ne disposons pas de preuves manifestes d'une vente massive de dette américaine par les investisseurs étrangers, **mais nous pensons qu'il est essentiel de surveiller l'évolution des swaps spreads à l'avenir, et ce pour au moins deux raisons :**

- Premièrement, les bons du Trésor américain continuent de représenter le taux sans risque utilisé pour évaluer de nombreux actifs libellés en dollars, tels que les obligations d'entreprises. La persistance d'un environnement dans lequel les bons du Trésor américain restent sous pression peut créer des écarts de prix relatifs.
- Deuxièmement, si les bons du Trésor perdent leur attrait en tant que réserve de valeur, cela pourrait provoquer une fuite des capitaux hors des États-Unis. Or, compte tenu de la taille du marché des bons du Trésor américain, les répercussions sur les marchés des devises pourraient être très importantes. Le quadruplement de la valeur du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux depuis 1978 pourrait s'inverser, ce qui aurait des répercussions sur l'ensemble du système financier mondial.

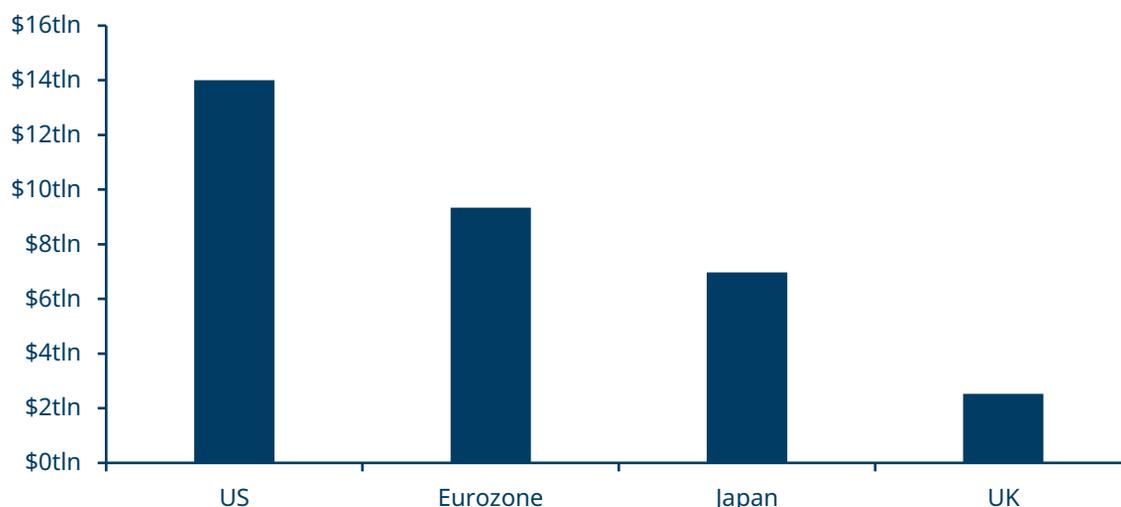
Si les rendements des bons du Trésor américain augmentent en raison des pressions inflationnistes mondiales ou baissent en raison de la faiblesse de la croissance mondiale, les marchés d'obligations d'État devraient faire de même. Toutefois, si les rendements des bons du Trésor américain augmentent en raison d'une détérioration de la qualité du crédit, les rendements des autres obligations d'État ne suivront pas nécessairement la même tendance que ceux des États-Unis. En effet, à mesure que les capitaux quitteront le marché des obligations d'État américaines, ils devront se diriger vers d'autres destinations, et les corrélations entre les swaps spreads (et les rendements) pourraient bien devenir plus négatives.

Le deuxième marché d'obligations d'État après les États-Unis est celui de la zone euro. Il représente actuellement environ les deux tiers du marché américain, tandis que les marchés japonais et britannique en représentent respectivement la moitié et un peu moins d'un cinquième du marché des bons du Trésor. Ainsi, bien que l'Europe soit plus petite et comprenne une grande diversité de pays, nous continuons de penser qu'elle est la plus susceptible de bénéficier des flux sortants des bons du Trésor américain vers d'autres marchés obligataires mondiaux.

En conclusion, bien que la fin de l'exceptionnalisme des marchés financiers américains soit tout sauf actée, une diversification renforcée nous semble de plus en plus nécessaire, et ce, même dans le domaine de la dette souveraine.

*Le marché des obligations d'État européennes pourrait constituer une alternative intéressante au marché américain, compte tenu de la similitude de ses échéances et du fait qu'il n'est que 20 % plus petit que le marché des bons du Trésor américain.*

## Indices des obligations d'État européennes vs autres indices mondiaux



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Taille relative des indices d'obligations d'État de Bloomberg au 6 mai 2025.