

THÉMATIQUE

Obligations européennes : équation difficile en cas de poursuite de la crise énergétique



Valentine AINOUIZ,
Responsable de la stratégie Taux,
CFA, Amundi Institute



Sergio BERTONCINI
Stratège Senior Taux, Amundi
Institute

Au-delà de l'impact des variables économiques domestiques de chaque pays, le rendement des obligations d'Etat européennes dépend également de la crise énergétique et des choix de politique monétaire et budgétaires. Des prix de l'énergie durablement élevés et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes pourraient entraîner à terme un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes.

La crise énergétique sera le principal déterminant économique en Europe

- **La croissance économique ralentit.** Ce ralentissement s'accroîtra en 2023 avec la fin de l'effet de rattrapage post-Covid-19, l'impact de la hausse des coûts de production et l'effet cumulé du resserrement monétaire. Les indicateurs avancés annoncent déjà une récession au Royaume-Uni et dans la zone euro.
- **La grande question pour les investisseurs reste celle de l'impact du ralentissement de l'activité économique sur l'inflation.** L'économie est en meilleure posture aux États-Unis qu'en Europe, car l'inflation américaine est principalement tirée par la demande, tandis que dans la zone euro elle est tirée par les coûts. De fait, dans la zone euro, l'inflation des prix de l'énergie, qui atteint 41,5 %, est restée le principal déterminant de l'inflation globale.
- **Le prix de l'énergie en Europe pourrait rester élevé et volatil plus longtemps si les pipelines russes ne reprennent pas leurs livraisons.** Au cours des dernières semaines, les prix du gaz ont reculé dans un contexte de stocks élevés et de températures clémentes. Les sites de stockage de gaz de l'UE sont désormais remplis à 95 %, ce qui est supérieur à leur moyenne sur cinq ans. Même les prix à moyen terme sont en baisse, mais les perspectives pour l'année prochaine restent préoccupantes. Le remplissage des sites de stockage de l'UE au cours de l'été 2022 a bénéficié de deux facteurs sur lesquels elle

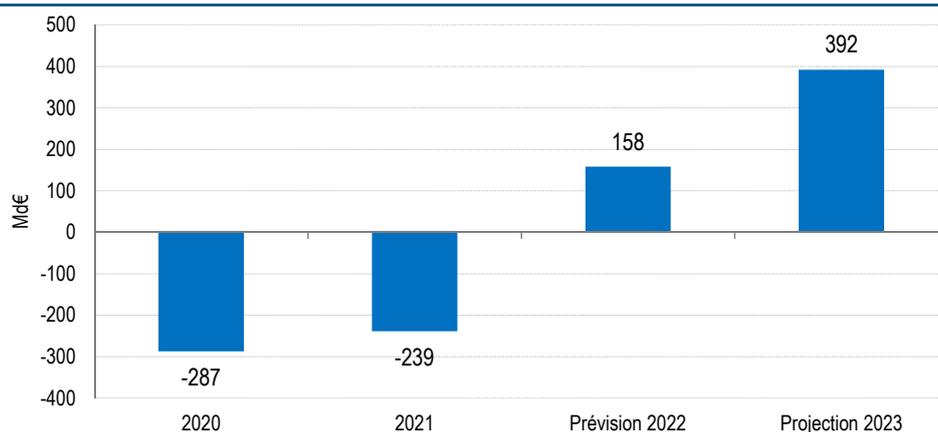
ne pourra peut-être pas compter en 2023 : (1) les flux des gazoducs russes pendant l'été et (2) la baisse des importations de gaz naturel liquéfié par la Chine en raison du ralentissement économique auquel elle est confrontée et des restrictions sanitaires déployées pour faire face au Covid-19. Soulignons ici que les fournisseurs de pipelines non russes n'ont qu'un potentiel limité de hausse de leurs capacités. Ainsi, si les flux gaziers russes ne reprennent pas, l'Europe sera en concurrence avec l'Asie pour ses approvisionnements en gaz naturel liquéfié. Si la Chine revient sur le marché de manière plus agressive, l'Europe pourrait avoir beaucoup plus de mal à combler son déficit d'approvisionnement.

À moyen terme, la combinaison du nouveau régime énergétique et de la persistance des politiques budgétaires expansionnistes pourrait entraîner un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes

- L'UE a mis en place des politiques budgétaires expansionnistes pour limiter l'impact de la crise énergétique. Depuis le début de la crise énergétique, 573 milliards d'euros ont été alloués dans l'UE, dont 264 milliards pour la seule Allemagne, selon Bruegel. Le soutien budgétaire limite les répercussions baissières sur l'activité économique en préservant le pouvoir d'achat des ménages et en limitant la hausse des coûts de production pour les entreprises.

Des prix de l'énergie durablement élevés et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes pourraient entraîner à terme un choc d'offre de dette et des pressions inflationnistes persistantes

Émissions nettes des pays de l'UEM-10, hors QE de la BCE, en milliards d'euros



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 25 novembre 2022.

THÉMATIQUE

Les émissions nettes de dette hors flux de la BCE bondiront à 390 milliards d'euros en 2023, contre 160 milliards d'euros en 2022

Les dépôts des États auprès des banques centrales nationales sont toujours supérieurs à 500 milliards d'euros, soit plus du double des niveaux d'avant la pandémie

- Toutefois, si le choc énergétique n'est pas temporaire, ces politiques budgétaires expansionnistes présenteraient deux inconvénients:
 1. Les politiques budgétaires expansionnistes encourageraient les pressions inflationnistes en favorisant des effets de second tour sur les prix hors énergie.
 2. Les gouvernements européens auront des difficultés à financer leurs mesures, notamment dans un contexte où les banques centrales commencent à réduire leurs dispositifs de soutien.
- On notera que la BCE a mis fin à son soutien des marchés de taux de l'euro à la mi-2022.

Entre 2015 et 2022, la BCE a absorbé tous les nouveaux besoins de financement des pays de la zone euro. Le risque est limité à court terme. Les gouvernements de la zone euro ont accumulé des liquidités depuis fin 2019. Les dépôts de liquidités des administrations publiques auprès de la BCE s'élevaient à 578 milliards d'euros en octobre 2022 (contre environ 250 à 300 milliards d'euros avant la crise du Covid-19). À moyen terme, on peut s'interroger quant à la capacité du marché des taux de la zone euro à financer les besoins des gouvernements si la crise persiste et si leurs dispositifs de soutien budgétaire sont maintenus.

Dans un tel scénario, la BCE serait dans une position délicate

Une banque centrale dispose de peu d'outils pour lutter contre l'inflation par les coûts, car les hausses de taux n'ont pas d'impact direct sur les prix de l'énergie. Le resserrement de la politique monétaire de la BCE vise à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation et à éviter une dépréciation de l'euro, qui alimenterait les pressions inflationnistes. En cas d'inflation élevée persistante, la BCE pourrait devoir

trouver un compromis entre l'inflation et la stabilité financière. Cependant, les banques centrales ne seront crédibles dans la mise en œuvre des surprises accommodantes que si les taux d'inflation progressent de manière satisfaisante vers les objectifs fixés. Sinon, le risque est qu'un ton plus accommodant s'accompagne de pressions accrues sur la monnaie et les anticipations d'inflation.

Au-delà de l'impact des variables économiques internes de chaque pays, les taux de l'euro sont impactés par la crise énergétique, la politique monétaire de la Fed et les choix de politique monétaire

Le risque de grave récession fait peser certains risques baissiers sur les rendements. Toutefois, l'impact de la persistance des prix élevés de l'énergie devrait entraîner à la fois des pressions inflationnistes persistantes et un relâchement considérable des politiques budgétaires. Ainsi, au-delà des variables économiques, le marché obligataire de l'euro dépend de :

- Variables exogènes : pression des hausses de taux de la Fed sur l'euro et les prix de l'énergie.
- Choix politiques : le soutien budgétaire de l'UE et l'éventuel compromis de la BCE entre l'inflation et la stabilité financière.

Nous anticipons un taux terminal de 2,5 % et une hausse du rendement du Bund à dix ans dans une fourchette de 2,3 à 2,5 %.

Achévé de rédiger le 24 novembre 2022

Hausse des émissions obligataires nettes de la BCE en 2023 à 390 milliards d'euros, contre 160 milliards d'euros en 2022 :

Nos premières projections pour l'année prochaine annoncent un volume global d'émissions obligataires nettes des pays de l'UEM-10 proche de 390 milliards d'euros. Cela représente une augmentation d'environ 30 milliards d'euros par rapport aux émissions obligataires nettes prévues en 2022, qui devraient avoisiner un niveau cumulé de 360 milliards d'euros à la fin de l'année. Une ventilation par zones des pays de l'UEM-10 fait apparaître une augmentation du financement pour l'ensemble des pays du cœur de la zone et des niveaux légèrement inférieurs pour les pays périphériques.

La dynamique du financement net, déduction faite des flux de la BCE, est au centre de l'attention. Le QE apportait jusqu'ici un soutien important, puisqu'entre 2015 et 2022, les achats de la BCE ont couvert bien plus que les émissions nettes d'obligations souveraines des pays de l'UEM-10. Cette année, malgré la fin des achats au premier semestre, l'absorption nette par la BCE des financements devrait avoisiner 56 % des émissions nettes annuelles d'obligations souveraines européennes (soit 200 milliards d'euros) et une part plus importante du volume global de la dette supplémentaire du marché, compte tenu des volumes négatifs d'émissions nettes d'obligations depuis le début de l'année.

Le degré d'incertitude des prévisions de l'offre pour l'année prochaine semble plus élevé que les années précédentes. Les risques de révisions à la baisse comme à la hausse sont élevés en raison des facteurs suivants : (1) risque d'augmentation des besoins de soutien budgétaire au niveau national, (2) début possible du resserrement quantitatif (3) utilisation par le Trésor des liquidités accumulées, (4) émission de bons du Trésor.

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 Policies
Sovereign Bonds High Forecasts
Fixed Income Yield Real Estate

INFORMATION IMPORTANTE

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 30 novembre 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 décembre 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 - Charles O'Rear

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, C/O Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur Plateformes d'investissement

ZHAO Ethan, Analyste crédit

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier