

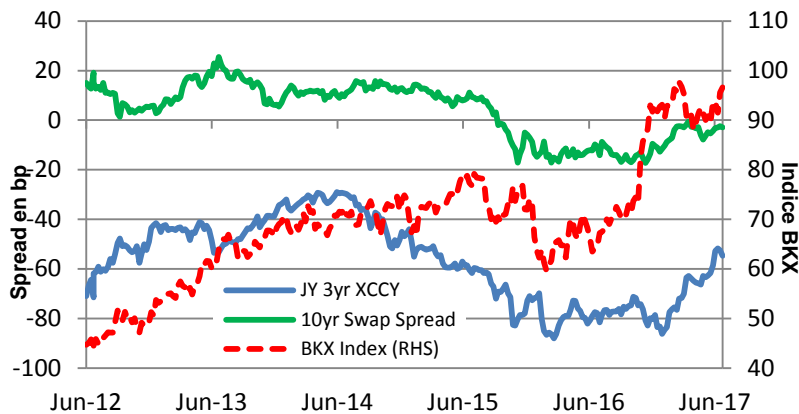
Bilans Bancaires : Le vent tourne pour les établissements de qualité

Dans notre commentaire de février intitulé « Que dire du bilan des banques, publiques et privées ? », nous évoquions la réduction à venir du bilan de la Réserve fédérale et nous nous demandions si les contraintes imposées aux bilans du secteur privé pourraient être assouplies dans un futur proche.

C'est précisément ce que le Trésor américain a recommandé le 12 juin. Cette tendance est importante pour plusieurs raisons. Premièrement, il est évident que le cycle de la réglementation financière atteint un pic et s'oriente maintenant vers un assouplissement des exigences. Deuxièmement, ce changement d'orientation

va libérer du capital bancaire qui pourra être déployé sur les marchés et dans l'activité économique réelle. Ces changements ont des conséquences pour le cycle de crédit et pour la valorisation relative des obligations de qualité, qui sont en quelque sorte le « gagne-pain » d'un grand nombre de nos stratégies d'investissement. Troisièmement, ce nouveau cap va faciliter le transfert de bons du Trésor et de MBS garantis par les autorités publiques détenus auparavant par la Fed vers des investisseurs privés, ce qui atténuera leur impact sur les marchés financiers.

Réglementation assouplie : hausse des actions bancaires et réduction des bilans



Source: Bloomberg. As of July 7, 2017. XCCY = cross-currency basis

Le système interbancaire a constitué l'épicentre de la Crise financière mondiale de 2007-2009. Les intervenants utilisaient des fonds du marché monétaire et des accords de pension à court terme comme instruments de « transformation de maturité ». Alors qu'en temps normal ces instruments comportent un risque faible lorsqu'ils sont considérés isolément, ils sont devenus le talon d'Achille de la finance pendant la crise.

Par conséquent, les autorités de réglementation des marchés et des banques ont instauré des réformes importantes dans ce domaine en transférant 1 000 milliards USD depuis des fonds monétaires « prime » vers des fonds détenus exclusivement par les gouvernements, et en restreignant les opérations de pension bancaires au moyen d'exigences de niveaux de fonds propres minimum imposées à tous les actifs des banques, même quand ces derniers étaient des bons du Trésor détenus à titre de collatéral de mise en pension. Le solde des opérations de pension des négociateurs s'est contracté de plus de 3 000 milliards USD depuis 2007 et de presque 1 000 milliards USD depuis l'annonce du rehaussement des exigences de capital en 2013.

Pour protéger le système contre les mouvements de panique bancaire, les réformes et les réglementations ont nettement renchéri le coût d'activités bilancielle à faible risque pour les banques. Le coût des instruments au comptant a baissé par rapport à celui des dérivés sur l'ensemble des marchés, en particulier concernant les bons du Trésor par rapport aux swaps de taux d'intérêt. Les rendements des swaps à 10 ans ont chuté jusqu'à 17 points de base en-dessous de ceux des bons du Trésor (de meilleure qualité) et les spreads des swaps à 30 ans ont quasiment atteint -60 points de base ! Les lecteurs étrangers savent que les

banques facturent une commission dite de bilan pour la couverture d'un investissement en dollar US, comme le reflètent les basis swaps de devises. Sur l'échéance 3 mois, en 2016 cette de-facto commission a pu atteindre 80 points de base pour les couvertures en yen et 60 points de base pour les couvertures en euro, soit plus que le différentiel normal sur le marché monétaire.

Pour l'instant, les recommandations émises par le Trésor américain le 12 juin n'ont pas de valeur légale, mais la plupart peuvent être mises en œuvre par les autorités sans recourir à de nouvelles législations. Le consensus estime qu'une modification des ratios d'endettement (SLR) et de liquidité (LCR) peut être effectuée sous un ou deux ans, mais les valorisations de marché des titres et des contrats à échéance plus éloignée anticipent déjà un environnement réglementaire plus souple.

Ces changements auront des répercussions sur de nombreux secteurs des marchés obligataires américains, et celles-ci commencent déjà à se faire sentir. Voici une liste non-exhaustive des mouvements de marché auxquels on peut s'attendre si les propositions du Trésor sont bel et bien mises en :

1. Élargissement des spreads des swaps à moyen et à long terme (en particulier à long terme). Autrement dit, le prix des bons du Trésor va augmenter et la courbe des taux américains va s'aplatir par rapport à celles des swaps.
2. Les négociateurs vont accroître leurs soldes d'opérations de pension de bons du Trésor, ce qui entraînera une diminution de la fourniture de contrats repo de la Réserve fédérale.
3. Rétrécissement des spreads acheteur/vendeur des contrats repo.
4. Les spreads des basis swaps de devises vont se rapprocher de zéro, ce qui renforcera l'attrait des bons du Trésor par rapport aux obligations étrangères pour les investisseurs internationaux. Autrement dit ce mouvement favorisera une baisse des rendements relatifs américains.
5. L'assouplissement de la réglementation va réduire l'impact du *tapering* de la Fed sur les rendements des bons du Trésor.
6. Le prix des MBS GNMA va baisser par rapport à celui des MBS FNMA et FHLMC à cause de l'assouplissement des règles de liquidité.
7. *Il est possible* que le spread des obligations d'entreprise et des MBS FNMA et FHLMC par rapport aux bons du Trésor s'élargisse, dans le sillage des spreads des swaps.

Dan Dektar

CIO Amundi
Smith Breeden



	Allocation Globale					
	--	-	=	+	++	Sans Opinion
Obligations d'Etats						
Duration						
Courbe						
Inflation						
INVESTMENT GRADE CORPORATE						
Haut Rendement CORPORATE						
Dette Emergente						
Devises fortes						
Devises locales						
Corporate						
SECURITIZED US						
MBS Gouvernemental						
Non Gouvernemental						
Change						
EUR						
USD						
GBP						
JPY						
Emergents						
	Flattening			Steepening		
Courbe	--	-	=	+	++	Sans Opinion
Euro						
US						

--	Forte sous pondération
-	Sous pondération
=	Neutre
+	Sur pondération
++	Forte sur pondération
x	Sans opinion
	Révision à la baisse
	Révision à la hausse
	Pas de changement

A nouveau, trop de scepticisme sur les anticipations d'inflation !

Le scepticisme des investisseurs sur les anticipations d'inflation en Zone Euro est toujours là. Il suffit d'émissions inhabituellement importantes, de mouvements erratiques sur le pétrole qui casse le seuil des 50\$ le baril et d'un repli un peu plus fort qu'attendu des prix à la consommation (+1.3%) après un point haut à 2% en février nettement plus élevé que prévu. De là, à jeter aux oubliettes le scénario de reflation, il n'y avait qu'un pas allégrement franchi par les investisseurs depuis mars dernier.

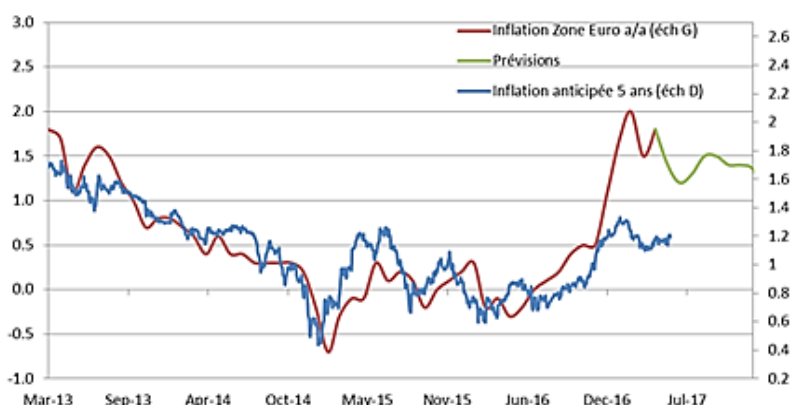
Et comme sur ce marché, tout mouvement semble s'autoalimenter, la capacité d'absorption d'une remontée des taux de cet actif a été complètement occultée. Et pourtant, chiffre après chiffre, la conjoncture économique s'améliore, le taux de chômage décroît laissant même penser que l'on approche du taux naturel de l'économie européenne ; autant d'ingrédients qui devraient permettre de mieux valoriser les obligations indexées sur l'inflation.

Le niveau atteint par les anticipations d'inflation calculées par les swaps est révélateur du scepticisme des investisseurs : il se cale sur le niveau de l'inflation sous-jacente (1.20% en avril, 0.9% en mai, 1.1% en juin) sans préjuger de son évolution future. Où est donc passé l'aspect anticipation ! Et ce alors même que la BCE publie régulièrement un panel de mesures alternatives permettant de mieux appréhender la direction intrinsèque des prix : que ce soit en pondérant les différentes composantes en fonction inverse de leur volatilité ou en éliminant les 10% voire les 30% des composantes enregistrant les plus fortes variations, tout pointe vers un peu plus de fermeté dans l'essentiel de la gamme des prix.

C'est encore pire quand on s'intéresse aux anticipations d'inflation extraites des obligations allemandes par exemple soulignant l'impact de la politique d'émission : émettre plus et plus long, soit près de 80M€ annualisés en équivalant 10 ans contre un montant annuel qui n'a pas dépassé les 70M€ par an ces dernières années.

Bref, cet actif est aujourd'hui encore une fois très décoté. Il pourrait profiter d'une meilleure lisibilité sur la tendance de la hausse des prix avec une relative stabilité des prochains chiffres pour retrouver une valorisation plus en ligne avec la conjoncture actuelle. C'est pourquoi nous gardons une exposition importante à la remontée des anticipations d'inflation en particulier dans la zone euro.

Inflation et anticipations



Source : Bloomberg

Marie-Anne Allier

Responsable, Gestions
obligations Euro,
Paris



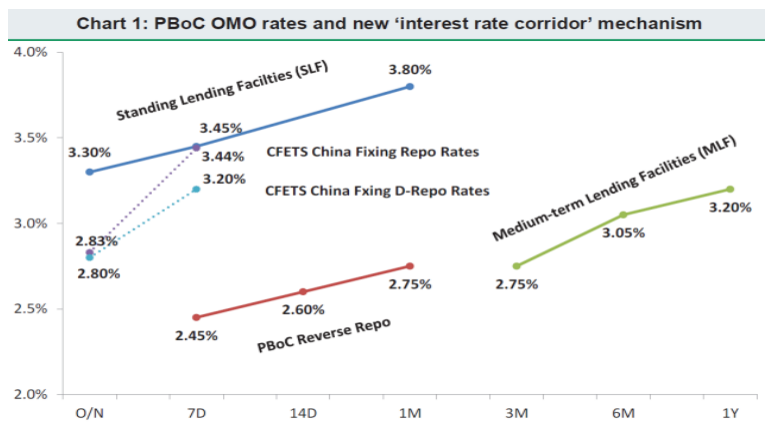
Que faut-il surveiller sur les marchés de taux d'intérêt chinois ?

Alors que la Chine abandonne le ciblage de la croissance (quantité) de la masse monétaire au profit des taux d'intérêt (prix), il est de plus en plus important de bien comprendre les principes des taux directeurs afin de mieux évaluer le rythme et le but de la politique monétaire chinoise. Cette approche nous aidera à décrypter les moteurs des marchés de taux, tels que le désendettement, la liquidité du marché monétaire et le *shadow banking*, ce qui permettra en retour de prévoir l'impact des tendances des taux d'intérêt sur l'économie, voire de faciliter la mise en œuvre d'idées d'investissement.

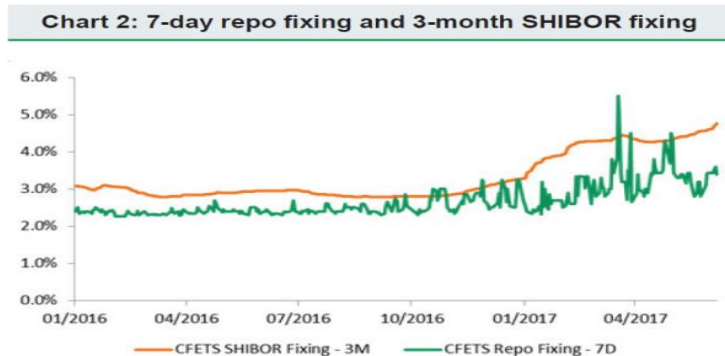
D'une manière générale, les taux d'intérêt chinois se décomposent en quatre niveaux. La base monétaire se transmet à l'économie par les canaux suivants : (i) depuis la banque centrale (PBoC) vers les grands établissements bancaires, (ii) depuis les grands établissements bancaires vers les autres institutions financières, (iii) depuis les institutions financières vers les entreprises et les particuliers, et (iv) depuis la comptabilité hors bilan (le *shadow banking*) vers les circuits restreints de financement des entreprises, le financement privé ou les PME dont l'accès au crédit est insuffisant.

I Les opérations d' « open market » de la PBoC. À l'origine, la base monétaire est d'abord transmise par la PBoC aux grandes banques au moyen d'opérations d' « open market ». La PBoC tente de créer un mécanisme intermédiaire de « corridor de taux d'intérêt ». Ses opérations de prise en pension (les taux de « reverse repo » étant désormais les nouveaux taux d'intérêt de référence à court terme) et les facilités de crédit à moyen terme (probablement le plafond du corridor de taux d'intérêt) constituent maintenant les plus importants outils de politique monétaire à la place du ratio des réserves obligatoires des banques pour ajuster la base monétaire dans le système bancaire.

II Le canal interbancaire : mise en pension (repo), SHIBOR et taux d'emprunt interbancaires. Les taux repo de référence sont des taux de référence basés sur le taux repo négocié pour le marché interbancaire et donnent un aperçu de l'ampleur du désendettement opéré par la PBoC par l'intermédiaire des grands établissements financiers. La première étape du *deleveraging* a commencé en octobre 2016, quand le taux repo de référence à 7 jours est devenu plus cher et plus volatil. Les « pledged repos » sont un des moyens les plus utilisés pour renforcer le degré d'endettement du marché obligataire, en particulier au jour le jour. La deuxième étape est actuellement en cours ; la hausse continue du taux SHIBOR 3 mois pousse les banques commerciales à dénouer leurs activités hors bilan.



Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

III Les taux d'emprunt des entreprises : taux de prêt de référence, rendements des obligations et rendements des produits de gestion privée. Un grand nombre d'entreprises chinoises ont diversifié leurs canaux de financement en recourant davantage au marché obligataire. Cependant, les rendements des obligations augmentent (celui des titres AAA est passé de 4 % à 5,5 %) depuis septembre dernier, dans le sillage du resserrement de la politique monétaire de la PBoC. Comme les banques ont des quotas de crédit et doivent maîtriser leurs créances douteuses, certaines

entreprises telles que les industriels en proie à des surcapacités et les petits promoteurs immobiliers sont contraintes de se tourner vers le système bancaire parallèle (*shadow banking*). Cette démarche est aussi fréquemment opérée au travers de l'émission de produits de gestion privée. Pour comprendre l'ampleur des tensions sur le financement que rencontrent les entreprises, il faudra donc surveiller l'évolution de leurs coûts d'emprunt (rendements des obligations et des produits de gestion privée) par rapport aux taux de référence.

IV Les taux d'intérêt du *shadow banking* et des crédits de particulier à particulier. Le quatrième niveau, qui concerne les PME de taille encore plus réduite, se compose de prêts pour compte de tiers dans le système du *shadow banking* et de financements « peer to peer » sur Internet. Ces outils de financement comportent souvent une échéance très rapprochée (de l'ordre de 6 mois à 2 ans) avec des taux compris entre 6 % et 12 %.

Philip Chow*CIO Amundi
Singapore*

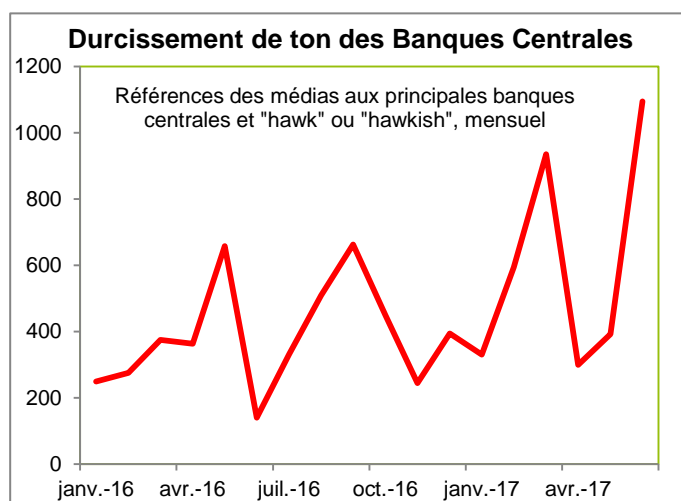
Pourquoi ce durcissement de ton des banques centrales ?

La tonalité des communiqués de politique monétaire a radicalement changé ces dernières semaines. Depuis le début de l'année, toutes les grandes banques centrales ne jurent que par leur approche graduelle et la dépendance envers les statistiques économiques. La normalisation de leurs politiques monétaires, nous disaient-elles, serait opérée en douceur et clairement indiquée à l'avance aux marchés. Mais tout ceci vient de changer : le FOMC a relevé ses taux pendant sa réunion de juin, et plus étonnant encore, n'a quasiment pas modifié les « dots » de ses prévisions économiques. Quelques jours plus tard, la Banque du Canada a semblé également changer d'avis en déclarant qu'elle observait des signes encourageants de généralisation de la croissance. Le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir le *statu quo* à l'issue d'un vote serré, mais trois membres se sont prononcés en faveur d'un relèvement et le Gouverneur, ainsi que l'Économiste en chef, ont ensuite laissé entendre que les arguments en faveur d'une hausse des taux étaient devenus plus nombreux. Puis ce fut au tour de Mario Draghi d'évoquer l'amélioration des perspectives de croissance de la zone euro à l'occasion du sommet de la BCE à Sintra, au Portugal.

Considérés ensemble, ces changements de cap visibles ont provoqué un repli des obligations « core » et exercé des pressions sur les spreads de certains actifs risqués. La conjonction surprenante de ces propos plus optimistes n'a pas manqué d'inspirer les adeptes de la théorie du complot, qui soupçonnent l'existence d'une sorte de « pacte » informel entre les banquiers centraux dans le but d'enclencher une correction des marchés et d'éviter que la formation de bulles financières menace la stabilité financière. Cependant, cela est peu probable. Les banques centrales sont toujours bien conscientes du danger d'un « caprice des marchés »

semblable à celui qu'avait provoqué Ben Bernanke en 2013, et sont donc particulièrement sensibles à la nécessité de communiquer clairement avec les intervenants. De plus, les actions coordonnées entre les banques centrales ne se produisent pas « sous le manteau » comme aiment l'imaginer les théoriciens du complot, mais plutôt dans le cadre d'un échange continu d'idées, d'analyses et de commentaires indiquant leur *modus operandi*.

Le point commun entre tous les propos livrés dernièrement par les banques centrales est l'impression de plus en plus nette que l'économie mondiale n'est plus dans l'état de crise qui justifiait à lui seul des dispositifs d'urgence formés de politiques expansionnistes. Certains pays sont plus avancés que d'autres dans le cycle, mais tous affichent des progrès importants en termes de rémission de la crise financière mondiale et de résolution des défaillances présentes au sein de leurs systèmes financiers. Les progrès de la zone euro, notamment, ont été remarquables ces derniers mois. Par conséquent, les banquiers centraux se trouvent dans une position de plus en plus inconfortable au regard de leur arsenal de mesures d'urgence non conventionnelles, et aspirent à revenir à des dispositifs bien plus classiques avec des taux directeurs positifs, des bilans de taille plus petite et de meilleure qualité, et des opérations d' « open



Source : Bloomberg

market » leur permettant de contrôler la liquidité des circuits bancaires. Plusieurs grands argentiers arriveront au terme de leur mandat dans les prochaines années et réfléchissent à leur succession : ils savent que leurs remplaçants ne les remercieront pas s'ils leur transmettent un écheveau complexe de mesures à la fois classiques et non conventionnelles. Si l'on part du principe qu'il n'y avait pas d'accord tacite entre les banquiers centraux, ce changement de ton résonne comme un avertissement qui met les choses au clair : les conditions sont devenues nettement meilleures et nous devons maintenant tous penser à la normalisation des politiques monétaires.

Un seul pays fait exception, et ce pour de très bonnes raisons. La Banque du Japon reste obstinément fidèle à sa philosophie de contrôle de la courbe des taux et d'assouplissement quantitatif. L'appréciation brutale du yen ces dernières semaines (qui tend maintenant à s'atténuer) menaçait l'objectif d'inflation de 2 % et risquait de réduire à néant des progrès obtenus de dure lutte. C'est pourquoi Haruhiko Kuroda a écarté toutes les rumeurs d'abandon de son biais accommodant et s'en tient au scénario initial, car ses mesures extrêmement expansionnistes semblent soutenir peu à peu la reprise de l'économie japonaise.

Même après la correction récente, nous identifions peu de potentiel haussier parmi les emprunts d'État « core ». Le redressement synchrone de la croissance mondiale est en marche et les écarts à la production se résorbent. Dans certains pays, la politique budgétaire est toujours difficile à prévoir et les inquiétudes géopolitiques continuent de représenter un risque extrême, mais les primes à terme des obligations restent négatives ; autrement dit, mieux vaut déployer le risque dans d'autres segments du portefeuille.

Laurent Crosnier

*CIO Amundi
London*



Peu d'opportunités sur le marché des JGB

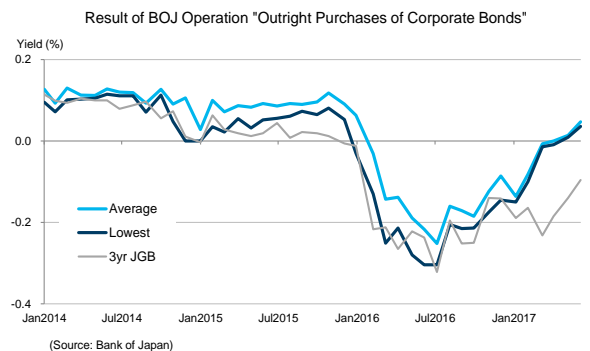
L'économie mondiale traverse une phase de reprise progressive ou de croissance. Aux États-Unis, la Fed a déjà relevé ses taux à quatre reprises depuis décembre 2015 (les Fed Funds s'établissent actuellement aux alentours de 1,25 %) et prévoit de réduire la taille de son bilan en diminuant les réinvestissements de son portefeuille de MBS d'agences. En Europe, la BCE envisage également de procéder à la normalisation de sa politique en baissant progressivement le volume de son programme d'achats d'obligations. Le résultat des présidentielles françaises semble avoir largement restauré la confiance des intervenants dans la stabilité du marché, malgré quelques inquiétudes persistantes quant au système financier de certains pays de la périphérie européenne. Soutenus par les perspectives positives de l'économie et les prévisions de *tapering* du QE, les rendements souverains européens progressent dans le sillage de ceux des bons du Trésor américains.

Mais le Japon semble faire exception. Le moral des entreprises se redresse et le marché du travail se resserre conformément à la tendance mondiale, mais nous ne voyons pas le moindre signe d'accélération de l'inflation jusqu'à 2 %, ni même 1 %, dans un avenir proche. Compte tenu du faible niveau des anticipations d'inflation, la BoJ ne laisse pas la courbe des taux des JGB remonter comme celle des autres pays développés. Le 7 juillet, la banque centrale nippone a annoncé une opération d'achats de JGB à 10 ans au taux de 0,11 %, sans limite de montant. Les intervenants ont immédiatement saisi l'intention de la BoJ, et les rendements à 10 ans des JGB sont toujours très efficace pour contenir les rendements à 10 ans dans une fourchette comprise entre 0 % et 0,10 %.

Alors que les interventions rigoureuses de la Banque permettent au taux à 10 ans de ne pas dépasser 0,10 %, la partie plus courte de la courbe ne cesse de progresser et revient en territoire positif. Comme on peut le voir dans le graphique passés de de 0,104 % à 0,094 %. La politique de contrôle de la courbe des taux de la

ci-dessous, avec ses achats la BoJ contribue à la hausse du rendement à court terme des obligations d'entreprise à court terme. Avec un rendement à 10 ans stable et proche de 0,10 %, la hausse des rendements de la partie courte aplatit la forme de la courbe afin de maintenir une forme plate au-delà de l'échéance 10 ans. Le marché des JGB offre peu d'opportunités, sauf sur l'inclinaison 2 ans-5 ans, dont la forme a plus évolué qu'entre les segments 5 ans-10 ans, en signe de l'évolution des anticipations d'inflation ou de croissance économique.

Actuellement nous sommes neutres sur l'inclinaison 2 ans-5 ans et nous attendons une opportunité de construire une position misant sur l'aplatissement de la courbe avec prise de bénéfices sur l'inclinaison 5 ans-10 ans.



Shinichiro Arie

CIO Fixed Income
Japan





Comité éditorial

Eric Brard

Directeur mondial gestions Taux, Amundi Group

Laurent Crosnier, CFA

CIO, Amundi Londres

Marie-Anne Allier

Responsable gestions Obligations Euro

Shinichiro Arie, CFA

Responsable gestion Obligations Japon

Patrick Guivarch, CFA

Responsable gestion Taux Assurances

Philip Chow

CIO Taux, Amundi Singapour

Daniel C. Dektar

CIO, Amundi Smith Breeden

Ont également contribué à ce numéro:

Isabelle Vic-Philippe, TEC, Paris

Howe Wan, Asian Fixed Income, Singapore

Chris Morris, GFI, London

Majyd Saihi, Head, TEC Investment Specialist team,

Carine Chouchana, TEC, Investment Specialist

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.

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. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats 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.

Les performances sont préparées et présentées en conformité avec les standards de présentation de performance GIPS® (Global Investment Performance Standards). Amundi est en conformité avec les standards GIPS® du 01/01/1994 au 31/12/2015 et dispose d'une attestation par un auditeur. Le total des actifs de la firme au sens GIPS®, soit 605 milliards d'euro à la date du 31/12/2015, inclut l'ensemble des portefeuilles supportant des frais de gestion

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 Juin 2017, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - 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