

BCE & ITALIE : UN DUO AUX ENJEUX CRUCIAUX

1. RESSERREMENT BCE EN VUE : COTE TLTRO ET NON QE



Lionel Melin
Sénior Cross-Asset Strategiste

CrossAssetResearch
@lyxor.com

La BCE va maintenir son stock d'obligations acheté au titre de l'assouplissement quantitatif (« QE »)

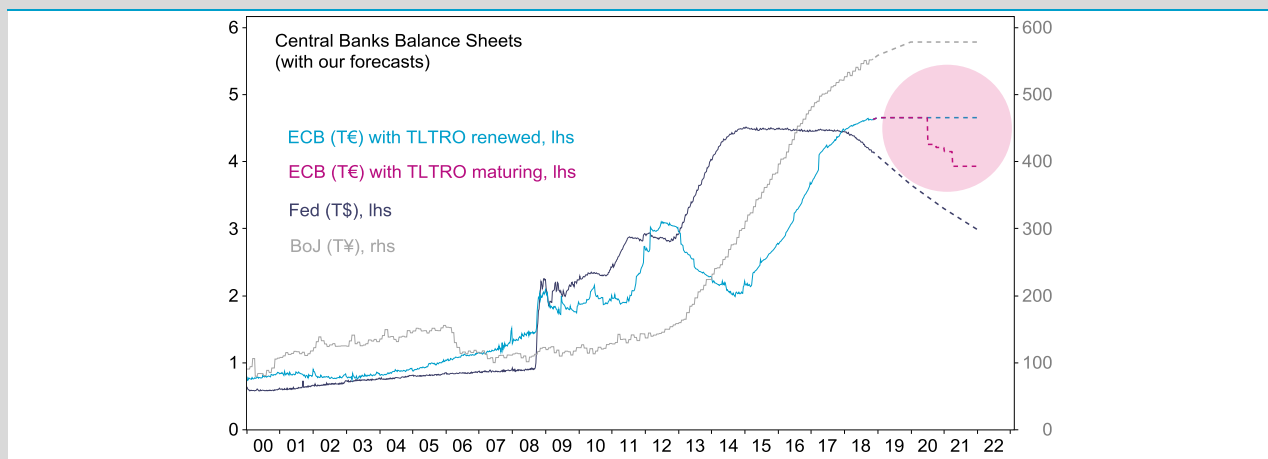
- Pour contenir les taux souverains...
- ... et laisser le temps à la dynamique de crédit de s'accélérer grâce aux réserves excédentaires des banques de l'Eurozone, qui s'élèvent à 1.800 milliards d'euros

Des mesures accommodantes supplémentaires sont-elles possibles ? Oui, mais seulement en dernier recours si la croissance s'étiole, car elles officialiseraient les difficultés de la relance. Quelles options d'extension néanmoins ?

- **Un autre cycle d'assouplissement quantitatif** semble compliqué à négocier car le seuil de détention maximum (d'obligations allemandes) est déjà atteint
- **Allongement de la maturité** du portefeuille : automatique à la marge lorsque des obligations arrivant à échéance sont réinvesties
- **Arrivée à échéance dès mi-2020 des TLTRO** (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) : 15% du bilan de la BCE, et banques italiennes fortement dépendantes. L'objectif de maintien de l'infusion monétaire rend probable l'annonce d'un nouveau programme dans les mois à venir.

De nouvelles TLTRO pourraient être présentées comme une mesure accommodante, alors que les marchés intègrent déjà des taux directeurs quasi inchangés et un prochain président de la BCE monétairement conciliant. En contre-point, avec la progression attendue de l'inflation en 2019 les risques semblent haussiers sur les taux du Bund 10 ans. Nous avons une vue sous-pondérée sur les obligations souveraines à long terme de l'Eurozone et préférons des durées plus courtes

Le bilan de la BCE devrait se réduire de 15% à l'arrivée à maturité des TLTRO



Source : BCE, Macrobond, Lyxor AM

LA BCE VA MAINTENIR SON STOCK D'OBLIGATIONS ACHETE AU TITRE DU QE

Pour contenir les taux souverains...

L'assouplissement quantitatif (« QE ») de la BCE arrive à terme en décembre, date à laquelle le bilan de la banque centrale s'élèvera à 4.700 milliards d'euros, dont 2.700 milliards d'euros d'obligations souveraines de l'Eurozone. Ces positions obligataires représentent 24% du PIB de la zone, et 26% de son marché d'obligations souveraines. En l'absence de débouclage à l'horizon, le volume des titres gardés en réserve (réduction permanente de l'offre) devrait soutenir des prix élevés pour les obligations souveraines et des taux d'intérêts faibles.

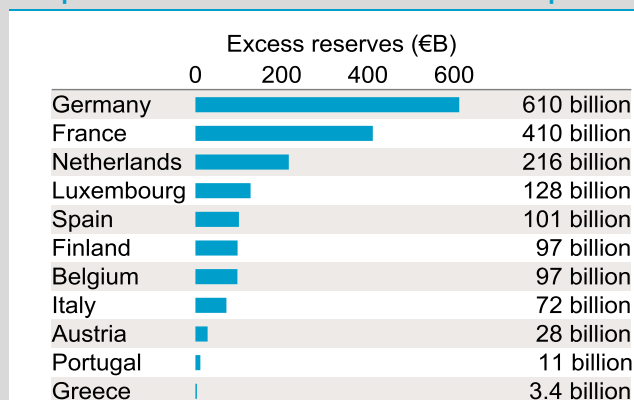
... et laisser le temps à la dynamique de crédit de s'accélérer grâce aux réserves excédentaires des banques de l'Eurozone

« Les réserves excédentaires coûtent 7,2 milliards d'euros par an aux banques »

Des liquidités ont été injectées et les banques disposent d'une capacité de prêt importante, avec 1.800 milliards d'euros de réserves excédentaires (dépôts à la BCE hors réserves obligatoires). De plus, les banques sont fortement incitées à prêter : le taux de 40 pb sur cette ligne de liquidité coûte 7,2 milliards d'euros par an au système bancaire.

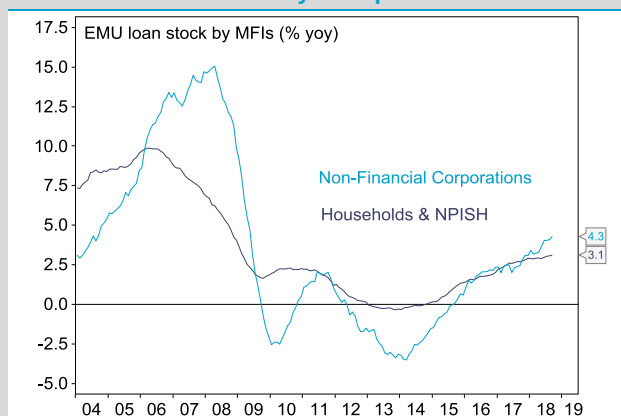
Concernant la reprise du crédit, des progrès ont commencé à se manifester : la croissance des prêts aux entreprises non financières s'est récemment accélérée pour atteindre 4,3% en glissement annuel, tandis que celle des prêts aux ménages s'est accrue de 3,1%. Les conditions d'accès au crédit ont beau être favorables, la diffusion de la liquidité vers l'économie réelle prend du temps.

D'importantes réserves excédentaires des banques...



Source : Macrobond, Lyxor AM

...devraient alimenter la dynamique de crédit



Source : Macrobond, Lyxor AM

DES MESURES ACCOMMODANTES SUPPLEMENTAIRES SONT-ELLES POSSIBLES ? OUI, MAIS SEULEMENT EN DERNIER RECOURS SI LA CROISSANCE S'ETIOLE, CAR ELLES OFFICIALIZERAIENT LES DIFFICULTES DE LA RELANCE

« Assurer qu'il reste des munitions, mais que leur utilisation n'est pas justifiée »

Pourquoi les marchés ne verraient-ils pas de nouvelles mesures accommodantes comme un signal positif ? Parce que cela signifierait que l'engagement de M. Draghi à faire « tout ce qui est nécessaire » ne suffit pas à remettre la zone euro sur les rails de la relance. Une communication optimale consisterait à assurer qu'il reste des munitions, mais que leur utilisation n'est désormais pas justifiée.

QUELLES OPTIONS D'EXTENSION NEANMOINS ?

Un autre cycle d'assouplissement quantitatif semble compliqué à négocier car le seuil de détention maximum (d'obligations allemandes) est déjà atteint

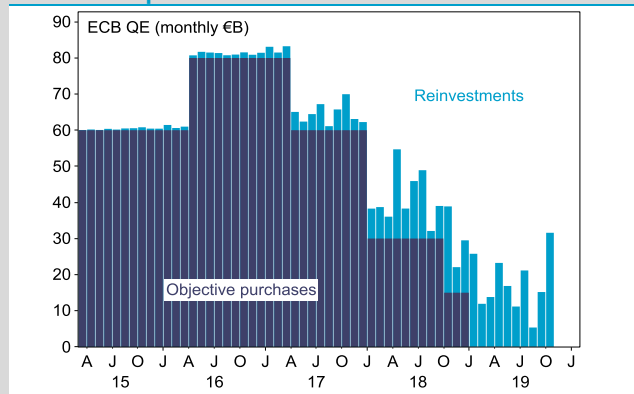
La BCE détiendra d'ici fin décembre 33% des obligations allemandes disponibles sur le marché. Sans modification de la règle de détention maximale ou de la clé de répartition du capital (allocation par pays), de nouveaux achats d'obligations souveraines ne sont pas autorisés. Le programme des obligations d'entreprises aurait un peu plus de marge de manœuvre, mais il génère des distorsions importantes et les spreads de crédit ont déjà été fortement compressés.

Allongement de la maturité du portefeuille : automatique à la marge lorsque des obligations arrivant à échéance sont réinvesties

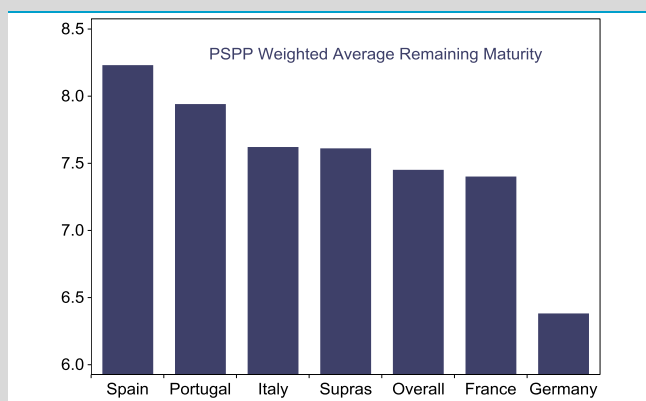
« L'opération Twist est déjà à l'œuvre »

Une « opération Twist » européenne est déjà à l'œuvre puisque tous les produits des obligations arrivant à échéance (200 milliards d'euros sur les 12 prochains mois) sont réinvestis sur le marché dans des titres à long terme.

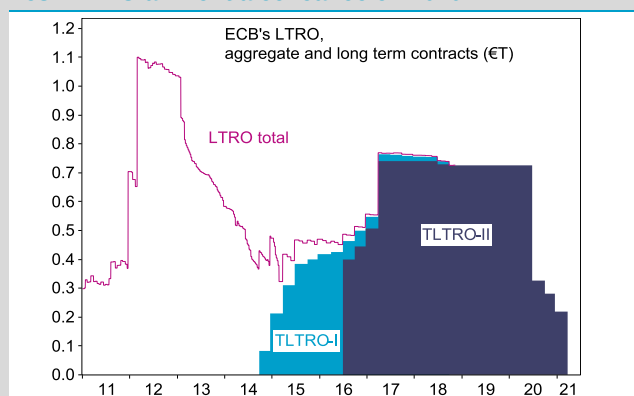
Réinvestissement de 200 milliards d'euros de titres dans les 12 prochains mois



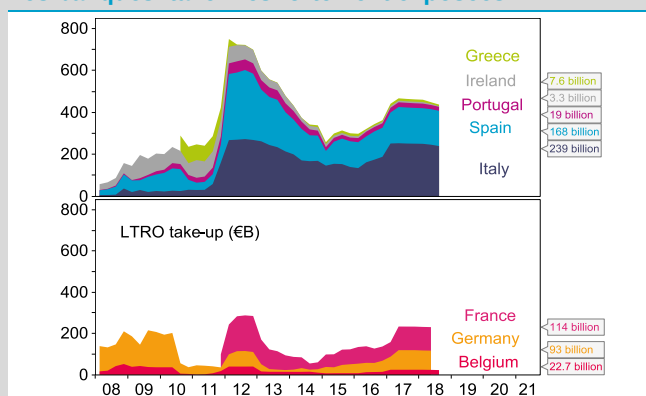
Réinvestissement axé sur les obligations allemandes



Les TLTRO arrivent à échéance en 2020



Les banques italiennes fortement exposées



Arrivée à échéance dès mi-2020 des TLTRO : 15% du bilan de la BCE, et banques italiennes fortement dépendantes

La moitié des 725 milliards d'euros d'ORLT (prêts dont le taux peut être de -40 pb) arrivent à échéance mi-2020, et le reste d'ici le premier trimestre de 2021.

Le point de vue pessimiste soulignerait que le recours aux TLTRO était non seulement opportuniste (mais aussi alimenté par l'afflux de liquidités) étant donné que les créanciers sont principalement des banques périphériques. Les banques italiennes semblent vulnérables compte tenu de l'utilisation particulièrement conséquente de ces prêts, tandis que leurs positions de réserves excédentaires semblent faibles (4% du total de l'Eurozone). Notre prochaine publication portera sur ce sujet.

La vision optimiste mettrait l'accent sur le fait que plusieurs ratios de fonds (NSFR, LCR, levier) incluent les réserves excédentaires et les HQLA, de sorte que les ORLT arrivant à échéance pourraient alimenter la demande d'obligations HQLA et contribuer à contenir les rendements. Toutefois, l'impact sur la liquidité disponible pour les banques est substantiel et pourrait être ressenti dès début 2019 dans la mesure où le financement comptabilisé dans le ratio NSFR doit être garanti sur un horizon de plus de 12 mois. Il est probable que la BCE annonce un nouveau programme de TLTRO dans les mois à venir.

« Les banques italiennes particulièrement vulnérables aux TLTRO arrivant à échéance »

« L'annonce d'un nouveau programme de TLTRO dans les mois à venir est probable »

ANTICIPATIONS AUJOURD'HUI D'UNE BCE CONCILIANTE, MAIS RISQUES DE SURPRISES SUR LES TAUX

Bien que de nouvelles TLTRO puissent être présentées comme une mesure accommodante, une certaine extension de cette ligne de liquidité (avec des conditions potentiellement plus restrictives) semble difficile à éviter. De plus, les marchés intègrent aujourd'hui une évolution tout à fait modérée des taux directeurs (hausse de 10 pb du taux de dépôt sur 12 mois) et s'attendent à un nouveau président de la BCE conciliant (la grande coalition allemande apporte un moindre soutien à une candidature orthodoxe).

Compte tenu de la reprise économique modérée mais continue et de l'amélioration des profils de salaire dans l'Eurozone, nous estimons que les risques sont orientés à la hausse sur les rendements du Bund à 10 ans. Nous avons une vue sous-pondérée sur les obligations souveraines à long terme de la zone et préférons des durations plus courtes.

DISCLAIMER

The circumstances in which this publication has been produced are such that it is not appropriate to characterize it as independent investment research as referred to in MiFID and that it should be treated as a marketing communication even if it contains a research recommendation. This publication is also not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. However, Lyxor is required to have policies to manage the conflicts which may arise in the production of its research, including preventing dealing ahead of investment research. This material has been prepared solely for informational purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any security or financial instrument, or to participate in any investment strategy. This material does not purport to summarize or contain all of the provisions that would be set forth in any offering memorandum. Any purchase or sale of any securities may be made only pursuant to a final offering memorandum. No advisory relationship is created by the receipt of this material. This material should not be construed as legal, business or tax advice. A more robust discussion of the risks and tax considerations involving in investing in a fund is available from the more complete disclosures incorporated into the offering documentation for such fund. This material has not been prepared in regard to specific investment objectives, financial situations, or the particular needs of any specific entity or person. Investors should make their own appraisal of the risks and should seek their own financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or financial instrument or participating in any investment strategy. Before you decide to invest in any account or fund, you should carefully read the relevant client agreements and offering documentation. No representation is made that your investment objectives will be achieved. This material is not intended for use by retail customers. Any descriptions involving investment process, risk management, portfolio characteristics or statistical analysis are provided for illustrative purposes only, will not apply in all situations, and may be changed without notice. Past performance is not indicative of future results, and it is impossible to predict whether the value of any fund or index will rise or fall over time. While the information in this material has been obtained from sources deemed reliable, neither Société Générale ("SG"), Lyxor Asset Management S.A.S. ("Lyxor AM") nor their affiliates guarantee its accuracy, timeliness or completeness. We are under no obligation to update or otherwise revise such information if and when it changes. Any opinions expressed herein are statements of our judgment on this date and are subject to change without notice. SG, Lyxor AM and their affiliates assume no fiduciary responsibility or liability for any consequences, financial or otherwise, arising from an investment in any security or financial instrument described herein or in any other security, or from the implementation of any investment strategy. Lyxor AM and its affiliates may from time to time deal in, profit from the trading of, hold, have positions in, or act as market-makers, advisers, brokers or otherwise in relation to the securities and financial instruments described herein. Service marks appearing herein are the exclusive property of SG and its affiliates, as the case may be. Hedge funds may invest in futures and other derivative instruments. Futures trading and other derivatives may permit extremely high degrees of leverage and expose the funds to, among other things, volatility, market illiquidity, market risks, legal risks and operational risks. Hedge funds may be exposed to risks relating to non-domestic markets, including, without limitation, risks relating to currency exchange, tax, lack of liquidity, market manipulation, political instability and transaction costs. An investment in a hedge fund is subject to a total loss. This presentation contains the views of Lyxor AM analysts and/or strategies. The views espoused in this presentation may differ from opinions and recommendations produced by other departments of SG.

Note about Indices: Indices are not available for direct investment. A comparison to an index is not meant to imply that an investment in a fund is comparable to an investment in the funds or securities represented by such index. A fund is actively managed while an index is a passive index of securities. Indices are not investable themselves, and thus do not include the deduction of fees and other expenses associated with an investment in a fund. Not all the funds that comprise indices cited herein are suitable for U.S. Investors as a result of, among other things, the implementation of the Volcker Rule. Please see the offering documentation for these funds for more details.

Notice to U.S. Investors: Any potential investment in any securities or financial instruments, the categories of which are described herein, may not be suitable for all investors. Any prospective investment will require you to represent that you are an "accredited investor," as defined in Regulation D under the Securities Act of 1933, as amended, and a "qualified purchaser," as defined in Section 2(a)(51) of the Investment Company Act of 1940, as amended (the "40 Act"). The securities and financial instruments described herein may not be available in all jurisdictions. Investments in or linked to hedge funds are highly speculative and may be adversely affected by the unregulated nature of hedge funds and the use of trading strategies and techniques that are typically prohibited for funds registered under the '40 Act. Also, hedge funds are typically less transparent in terms of information and pricing and have much higher fees than registered funds. Investors in hedge funds may not be afforded the same protections as investors in funds registered under the '40 Act including limitations on fees, controls over investment policies and reporting requirements.

Notice to Canadian Investors: Any potential investment in any securities or financial instruments, the categories of which are described herein, may not be suitable for all investors. Any prospective investment will require you to represent that you are a "permitted client," as defined in Canadian Regulation National Instrument 31-103, and an "accredited investor," as defined in National Instrument 45-106. The securities and financial instruments described herein may not be available in all jurisdictions of Canada.

For more information, U.S. and Canadian investors and recipients should contact Lyxor Asset Management Inc., 1251 Sixth Avenue, New York, NY 10020 or invest@lyxor.com.

Notice to U.K. Investors: This communication is issued in the UK by Lyxor Asset Management UK LLP, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK under Registration Number 435658.

Source: This document has been prepared by Lyxor Asset Management S.A.S., 17 cours Valmy, 92800 Puteaux. Lyxor AM is a French management company authorized by the Autorité des marchés financiers and placed under the regulations of the UCITS (2014/91/UE) and AIFM (2011/61/EU) Directives. Lyxor AM is also registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission as a registered commodity pool operator and a commodity trading advisor.