



La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Février 2018

L'amélioration des fondamentaux
des obligations périphériques accélère

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

L'amélioration des fondamentaux des obligations périphériques accélère



BASTIEN DRUT
Stratégie
et Recherche Économique

Achevé de rédiger le 15/02/2018

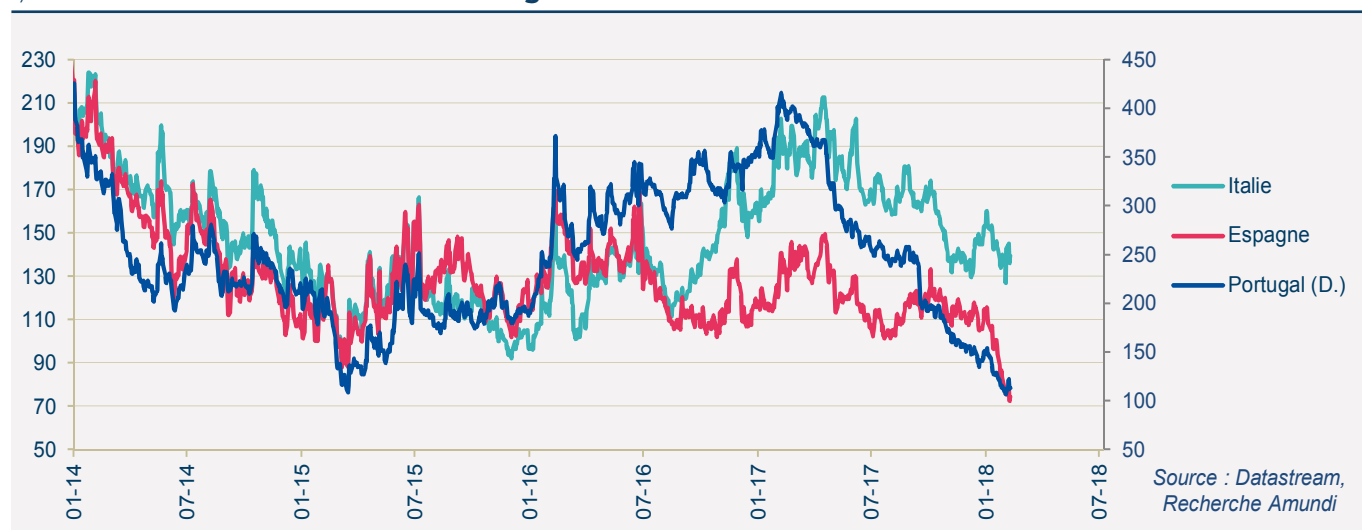
L'essentiel

Deux événements ont poussé à la baisse les spreads souverains européens en 2017 : l'élection présidentielle française, qui a dissipé les craintes des investisseurs par rapport aux mouvements eurosceptiques, et l'annonce le 26 octobre d'une réduction plus faible que prévu du QE de la BCE (passage à un rythme mensuel d'achats de 30 Mds € en 2018). Cependant, il est important de souligner que les fondamentaux des obligations souveraines européennes se sont améliorés récemment et constituent un solide soutien à ce segment du marché.

On estime généralement que le QE de la BCE a eu un impact positif sur les spreads souverains en raison de :

- **un impact direct via les achats massifs d'obligations souveraines** (fin décembre 2017, l'Eurosystème avait acheté 1889 Mds € d'obligations souveraines dans le cadre du PSPP).
- **un impact indirect via l'amélioration des fondamentaux** puisque même si cela est difficile à mesurer précisément, il est raisonnable d'affirmer que le QE de la BCE a fait grimper la croissance réelle du PIB et l'inflation (améliorant par conséquent la dynamique du ratio dette-sur-PIB).

1/ Ecart de taux 10 ans avec l'Allemagne



Si l'impact direct du QE (facteurs techniques) sur les obligations périphériques s'est fait sentir rapidement, il est important de noter que l'impact indirect (lié à une amélioration des fondamentaux) n'exerce pleinement ses effets que depuis quelques mois.

En effet, la croissance économique et l'inflation ont accéléré dans la zone euro récemment. Au T4 2017, la croissance du PIB de la zone euro était de 2,7 % en variation sur quatre trimestres glissants après avoir plafonné légèrement en dessous de 2 % sur la période 2014-2015-2016. De plus, l'inflation totale s'est finalement approchée de 1,5 % alors avoir été nulle en moyenne sur les trois années allant de 2014 à 2016. **En conséquence, la croissance du PIB nominal a fortement accéléré en 2017 par rapport aux années précédentes, ce qui est très positif pour la dynamique du ratio dette-sur-PIB.**

Rappelons que l'évolution du ratio dette-sur-PIB d_t est régie par l'équation :

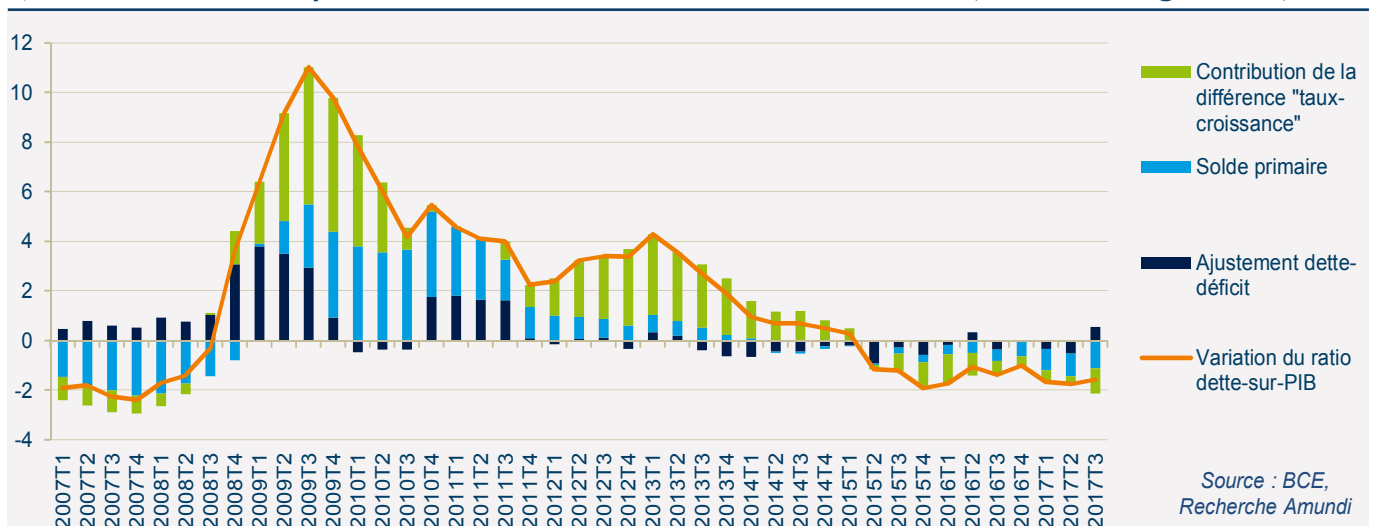
$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \frac{(r - g)}{1 + g} - p_t + dda_t$$

Où :

- d_t représente le ratio dette-sur-PIB
- p_t représente le solde primaire (différence entre les revenus et les dépenses de l'État)
- r le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique
- g la croissance du PIB nominal
- dda_t l'ajustement dette-déficit, qui correspond à des transactions d'actifs financiers et à des effets de valorisation.

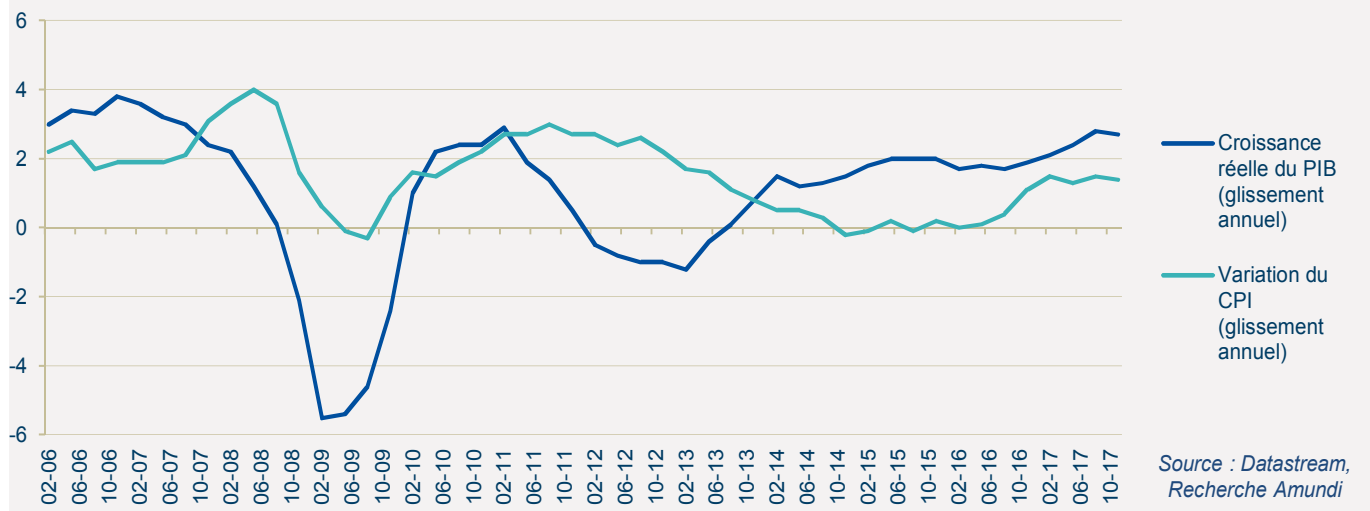
“ La croissance du PIB nominal a fortement accéléré en 2017 par rapport aux années précédentes, ce qui est très positif pour la dynamique du ratio dette-sur-PIB.”

2/ Zone euro : décomposition de la variation du ratio dette-sur-PIB (4 trimestres glissants)



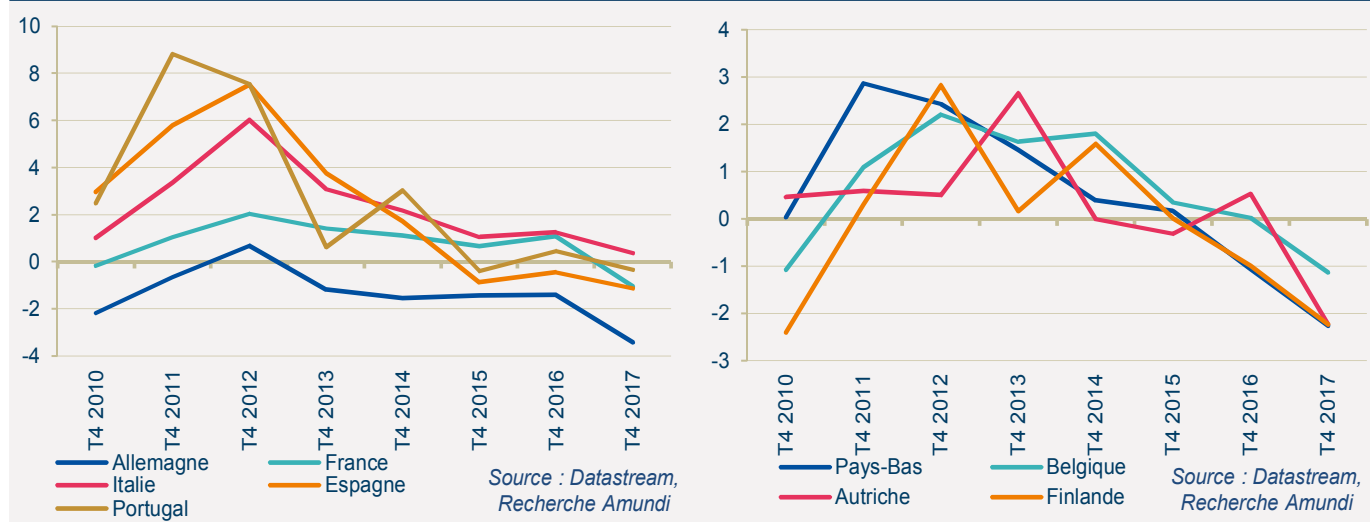
Dans la dynamique du ratio dette-sur-PIB, la différence entre le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique et la croissance du PIB nominal joue un rôle déterminant. Lorsque les taux d'intérêt sont supérieurs à la croissance du PIB nominal, on parle d'effet « boule de neige » car le numérateur du ratio dette-sur-PIB croît plus vite que le dénominateur. En revanche, des taux d'intérêt inférieurs à la croissance du PIB nominal contribuent à la baisse du ratio dette-sur-PIB.

3/ Zone euro : croissance réelle du PIB et inflation



Pour la majorité des pays de la zone euro, la différence entre le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique et la croissance du PIB nominal a nettement diminué en 2017 (en raison de l'accélération de la croissance réelle et de la remontée de l'inflation et du maintien de taux de marché très bas). Elle est désormais négative ou très proche de zéro pour tous les pays. Pour l'Allemagne, la différence entre le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique et la croissance du PIB nominal est très négative, aux alentours de - 340 pbs à la fin de l'année 2017. Pour l'Autriche, la Finlande et les Pays-Bas, cette différence tournait autour de - 220 pbs. Pour la France, cette différence vient de passer en territoire négatif pour atteindre - 100 pbs environ, des niveaux similaires à ceux de l'Espagne. L'Italie est le seul grand pays pour lequel cette différence était encore positive, à environ 40 pbs, mais cette quantité a fortement baissé par rapport aux années précédentes.

4/ Ecart entre le taux d'intérêt moyen payé sur la dette et la croissance du PIB nominal

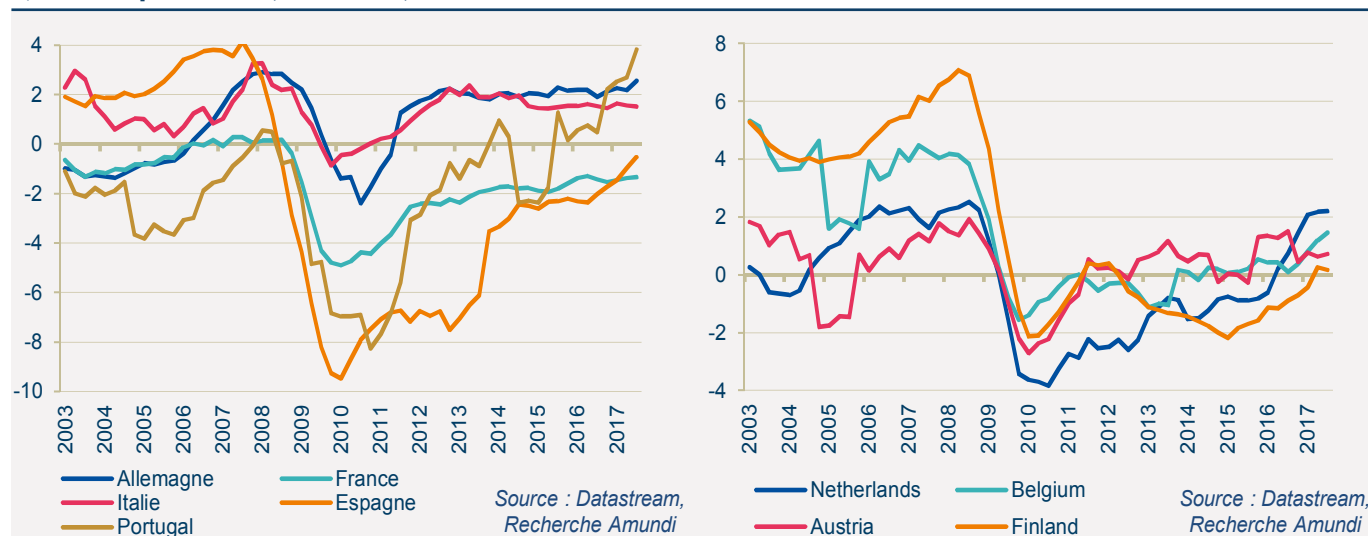


Globalement, l'évolution du solde primaire a été positive ces derniers trimestres. Un grand nombre de pays se trouvent dans une situation d'excédent primaire. C'est au Portugal que l'évolution a été la plus impressionnante car le surplus primaire de ce pays a fortement augmenté, à 3,8 % du PIB au T3 2017. Le déficit primaire de l'Espagne s'est considérablement réduit sur les derniers trimestres, de 3,5 % à la fin 2013 à 0,5 % au T3 2017. Sur ce plan, la France fait office de mauvais élève car son déficit primaire ne s'est que très légèrement réduit ces dernières années et est le seul pays où le déficit primaire dépasse encore 1 % du

PIB. L'excédent primaire de l'Allemagne s'établit désormais à 2,6 % du PIB et celui de l'Italie à 1,5 %. Le solde primaire de la Finlande et de la Belgique s'est également amélioré nettement ces derniers trimestres.

La baisse du spread « taux d'intérêt - croissance du PIB nominal » et l'amélioration du solde primaire presque partout en Europe contribuent à une très nette amélioration de la dynamique du ratio dette-sur-PIB. Cela va-t-il durer ? Cela est très probable. Les prévisions de la Commission européenne (par exemple) montrent que la croissance du PIB nominal devrait rester aussi forte en 2018 et 2019 qu'en 2017. Il en va de même pour l'évolution du solde primaire.

5/ Solde primaire (% du PIB)



Les agences de notation ont commencé à rehausser les notations des pays périphériques depuis quelques trimestres (voir encadré sur les notations de crédit). L'Irlande est le pays dont la note a été le plus rehaussée, suivie de l'Espagne, du Portugal et même de l'Italie. Il est important de rappeler que la notation de crédit reste la variable la plus fortement liée aux spreads souverains, plus encore que le ratio dette-sur-PIB, la variation anticipée du ratio dette-sur-PIB ou le solde primaire.

Conclusion

Les fondamentaux des obligations souveraines périphériques se sont nettement améliorés récemment avec l'accélération de la croissance économique et de l'inflation mais aussi l'amélioration du solde primaire. Cela a contribué à la contraction des spreads souverains ces derniers mois, notamment car les agences de notation ont commencé à rehausser les notations de crédit d'un certain nombre de pays. L'amélioration des fondamentaux devrait se poursuivre sur les trimestres à venir, ce qui constitue un signal positif pour l'évolution des spreads.

L'évolution des notations des pays de la zone euro en 2017 et 2018

[Aucun changement de rating en 2017-2018
Allemagne, France, Pays-Bas, Slovaquie, Lettonie,
Finlande, Luxembourg, Lituanie, Autriche, Estonie, Belgique]

IRLANDE

Moody's
A3 → A2
Fitch
A → A+

SLOVÉNIE

Moody's
Baa3 → Baa1
Fitch
A → A+

GREECE

Moody's
Caa3 → Caa2
S&P
[Upgrade le 19 janvier 2018]
B- → B
Fitch
CCC → B-

PORTUGAL

S&P
BB+ → BB-
Fitch
BB+ → BBB-

ITALIE

S&P
BBB- → BBB
Fitch
BBB+ → BBB

ESPAGNE

Fitch
[Upgrade le 19/01/2017]
BBB+ → A-

MALTE

Fitch
A → A+

CHYPRE

Moody's
B1 → Ba3
S&P
BB → BB+
Fitch
BB- → BB

NOTES

[illegible]

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Février 2018 | Thematic paper

Avertissement

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. Ce document n'est pas destiné 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.

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.

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 la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 — Siège social: 90 boulevard Pasteur — 75015 Paris — France — 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — extravagantni

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Conception et support

Berger Pia, Recherche, Stratégie et Analyse

Poncet Benoit, Recherche, Stratégie et Analyse

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com

Amundi
ASSET MANAGEMENT