

MyStratWeekly

25 juillet 2023



Amplifier votre
pouvoir d'agir

Sommaire

- Revue de la semaine – L'inflation britannique, les prix alimentaires et les Banques centrales cette semaine
- Thème – Impact des remboursements de TLTRO sur les marchés

INFLATION BRITANNIQUE

Un premier signe positif mais la désinflation reste hypothétique

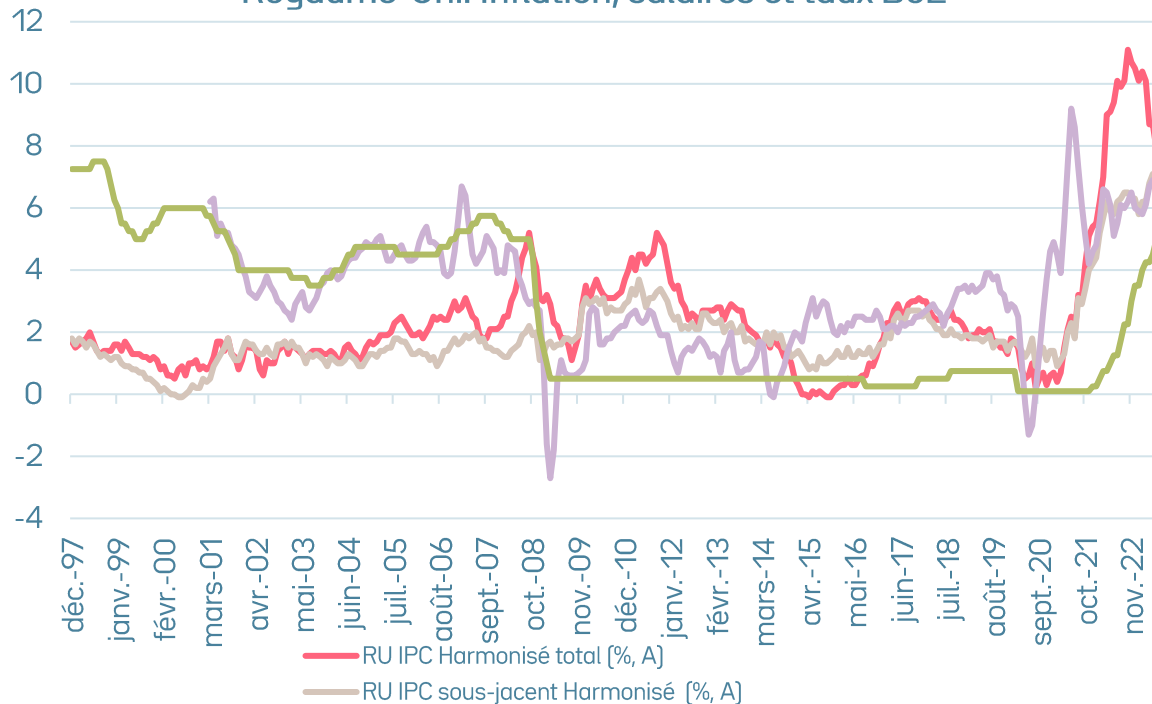
L'inflation ressort à 7,9% en juin avec un indice sous-jacent à 6,9%

La hausse des salaires se confond quasiment avec la courbe de l'inflation sous-jacente, indiquant une boucle prix-salaire. Les rémunérations de la secteur public vont monter de 6% en 2023.

Probable révision à la hausse de la BoE

La Banque centrale se réunit le 3 août. Elle actualisera son cadrage macroéconomique. L'hypothèse d'une inflation à 1% en 2025 semble caduque.

Royaume-Uni: Inflation, salaires et taux BoE



Source: Bloomberg, Ostrum

| | 2023 | | | 2024 | | | 2025 | | |
|-------------------|------|-----------|-------------|------|-----------|-------------|------|-----------|-------------|
| | BoE | Consensus | Var. 3 mois | BoE | Consensus | Var. 3 mois | BoE | Consensus | Var. 3 mois |
| Croissance PIB %A | 0.25 | 0.2 | ↑ 0.4 | 0.75 | 0.6 | ↓ -0.3 | 0.75 | 1.45 | ↓ -0.05 |
| Inflation IPC %A | 5.0 | 7.5 | ↑ 1.0 | 2.25 | 3.0 | ↑ 0.6 | 1.0 | 2.0 | → 0.0 |
| Chômage %A | 3.75 | 4 | ↓ -0.2 | 4.0 | 4.4 | → 0 | 4.5 | 4.3 | → 0 |

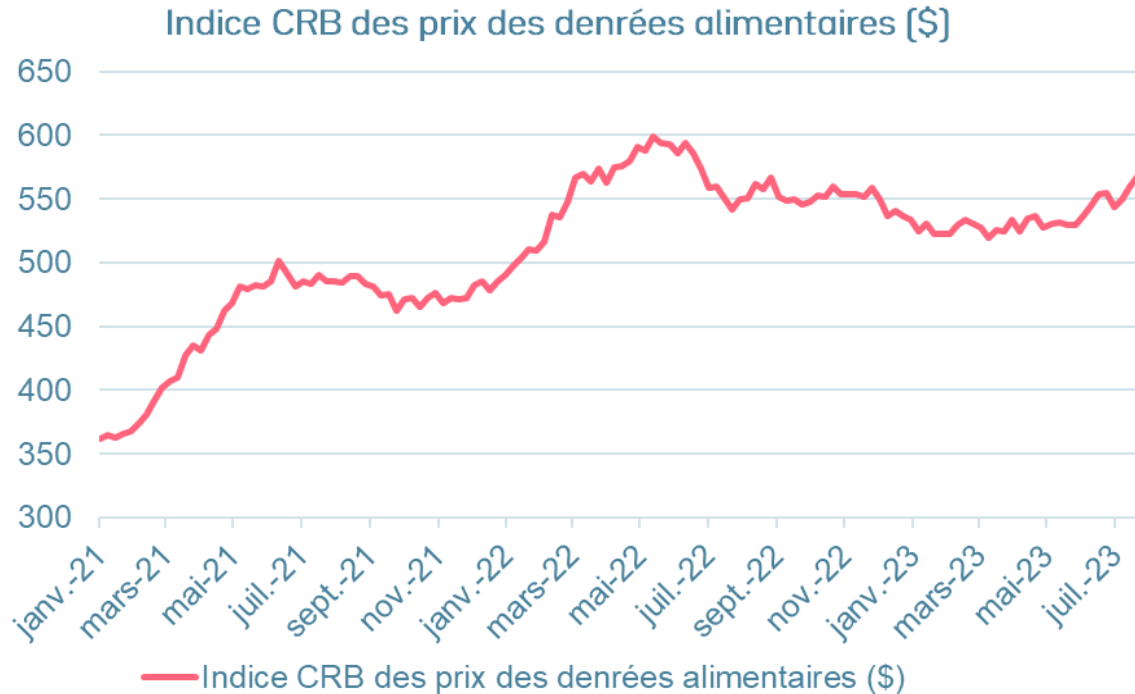
Source: Bloomberg, BoE, Ostrum AM

INFLATION ALIMENTAIRE

Un risque haussier sur l'inflation à l'horizon de 2024

L'inflation alimentaire resurgit

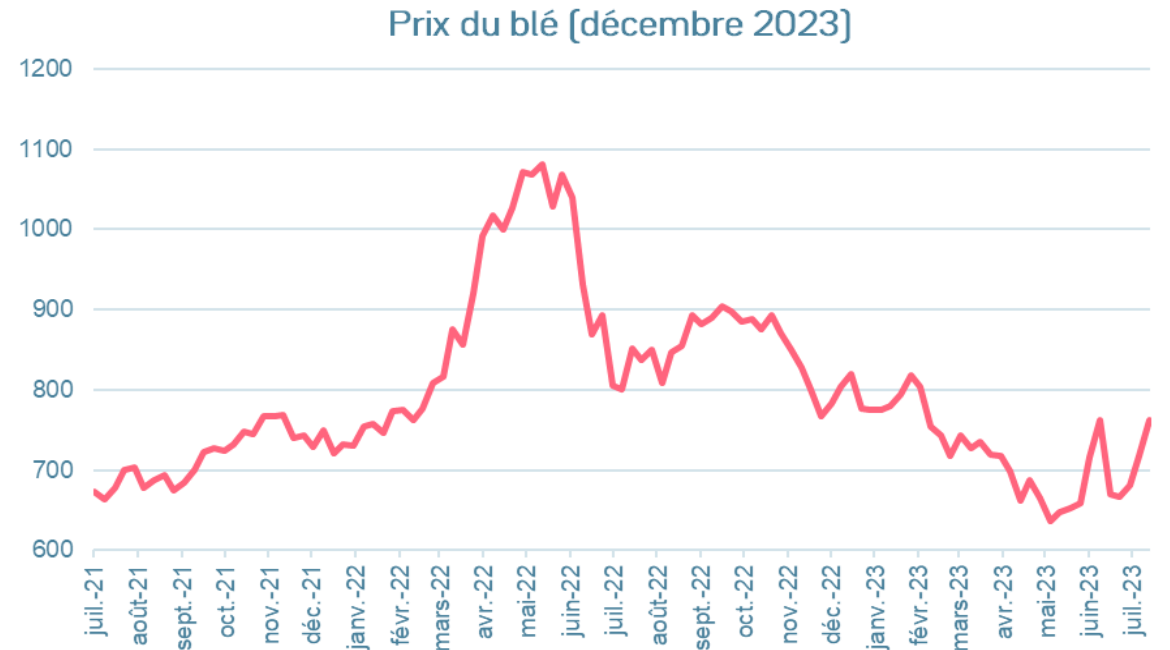
La hausse des prix dessine une troisième vague d'inflation pour des raisons climatiques (El Niño, sécheresse extrême en Europe), d'escalade du conflit en Ukraine et de restrictions d'importations (riz non-basmati en Inde).



Source: Bloomberg, Ostrum AM

Le prix du blé remonte fortement

La Russie a dénoncé les accords d'exportation de blé via la mer Noire. Le conflit et la faiblesse des stocks constituaient déjà des problèmes pour 2024.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

BANQUES CENTRALES

+25 pb pour Fed et BCE, la BoJ et la BoE moins lisibles

La BoJ est la Banque centrale la moins lisible

La BoJ n'indique aucun changement par la voix de ses gouverneurs mais elle aime surprendre [dernière décision le 21 décembre]. Les changements possibles sont multiples:

- Hausse du plafond du 10 ans actuellement à 0,50%?
- Réduction de la maturité de la cible de taux nul? (10 ans actuellement)
 - Hausse des taux courts?

USDJPY Candles

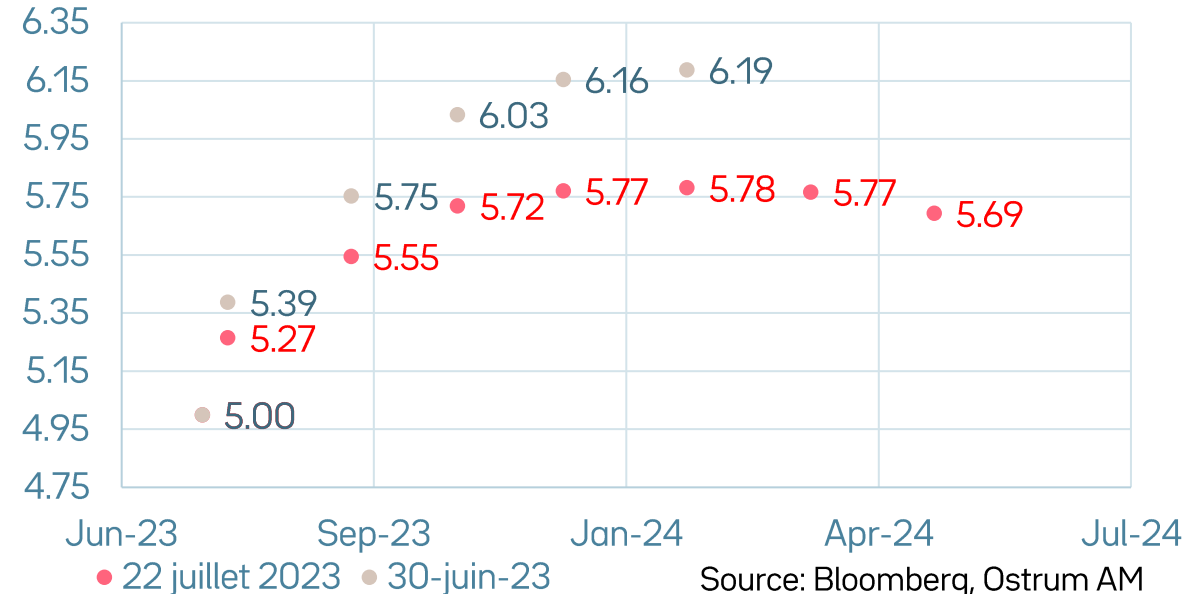


Source: Bloomberg, Ostrum AM


Les anticipations sur la BoE se sont calmées depuis la publication de l'IPC

La BoE devrait toutefois encore relever son taux de 75 pb au second semestre.

BoE taux d'intérêt - Anticipations du marché



Source: Bloomberg, Ostrum AM

The background of the slide features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. The circles create a ripple effect, drawing the eye towards the central text.

THÈME ● D'ACTUALITÉ

IMPACT DES REMBOURSEMENTS DE TLTRO SUR
LES MARCHÉS

CONTEXTE : RETOURNEMENT À 180° DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

L'important remboursement de TLTRO intervient alors que la BCE resserre fortement sa politique monétaire

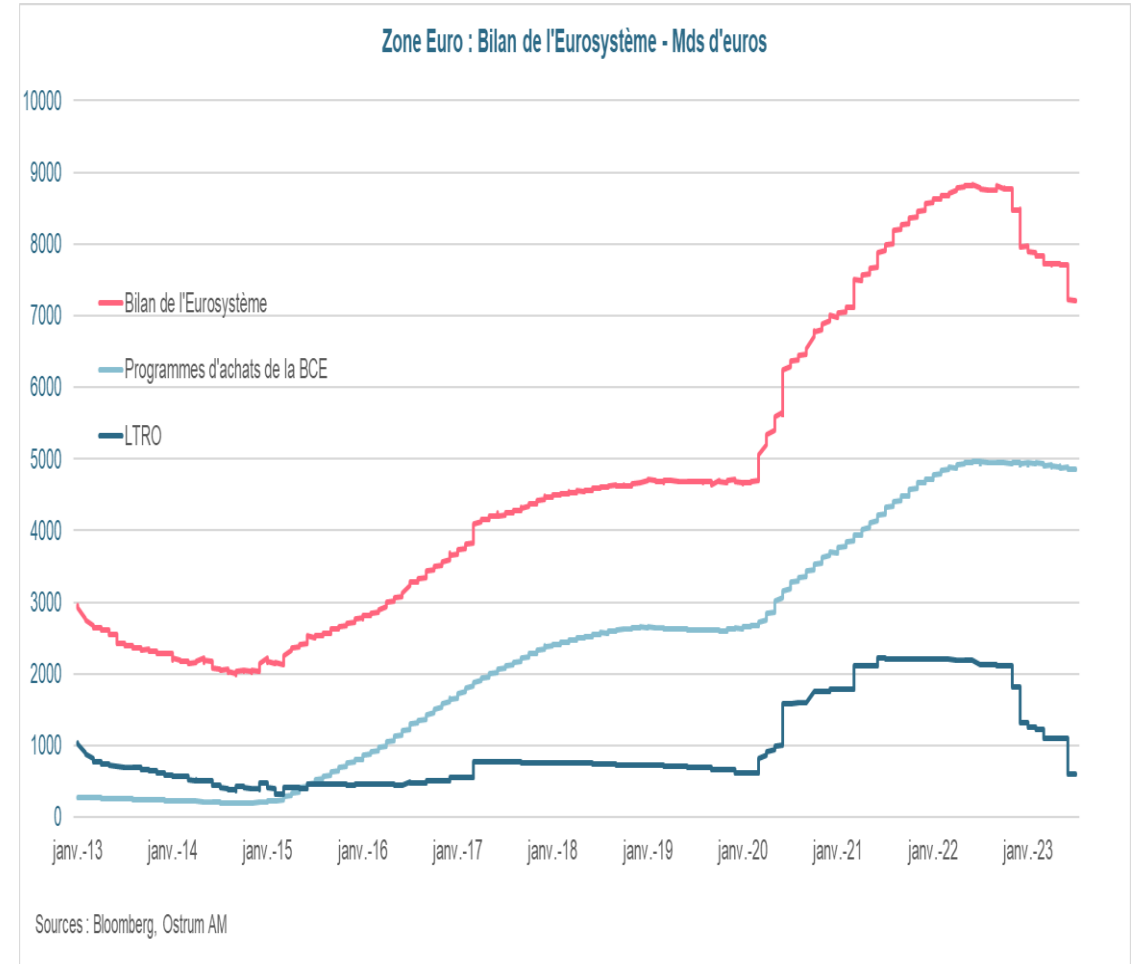
Les TLTRO sont des opérations de refinancement à long terme ciblées menées par la BCE pour inciter les banques à prêter aux ménages et aux entreprises.

Elles servent d'instrument dans le cadre de la politique monétaire aux côtés des taux directeurs et des programmes d'achats d'actifs (QE). Les TLTRO augmentent le bilan de la BCE.

3 séries ont été lancées : les opérations TLTRO I et II sont arrivées à échéance, la 3^{ème} est en cours.

En juin 2020, demande record pour le TLTRO III-4 suite aux conditions de refinancement très avantageuses offertes par la BCE pour faire face au choc lié au Covid-19 : 1308 Mds d'euros.

L'opération est arrivée à échéance le 28 juin 2023 et les banques ont dû rembourser dans un contexte de fort resserrement de la politique monétaire pour lutter contre une inflation élevée.

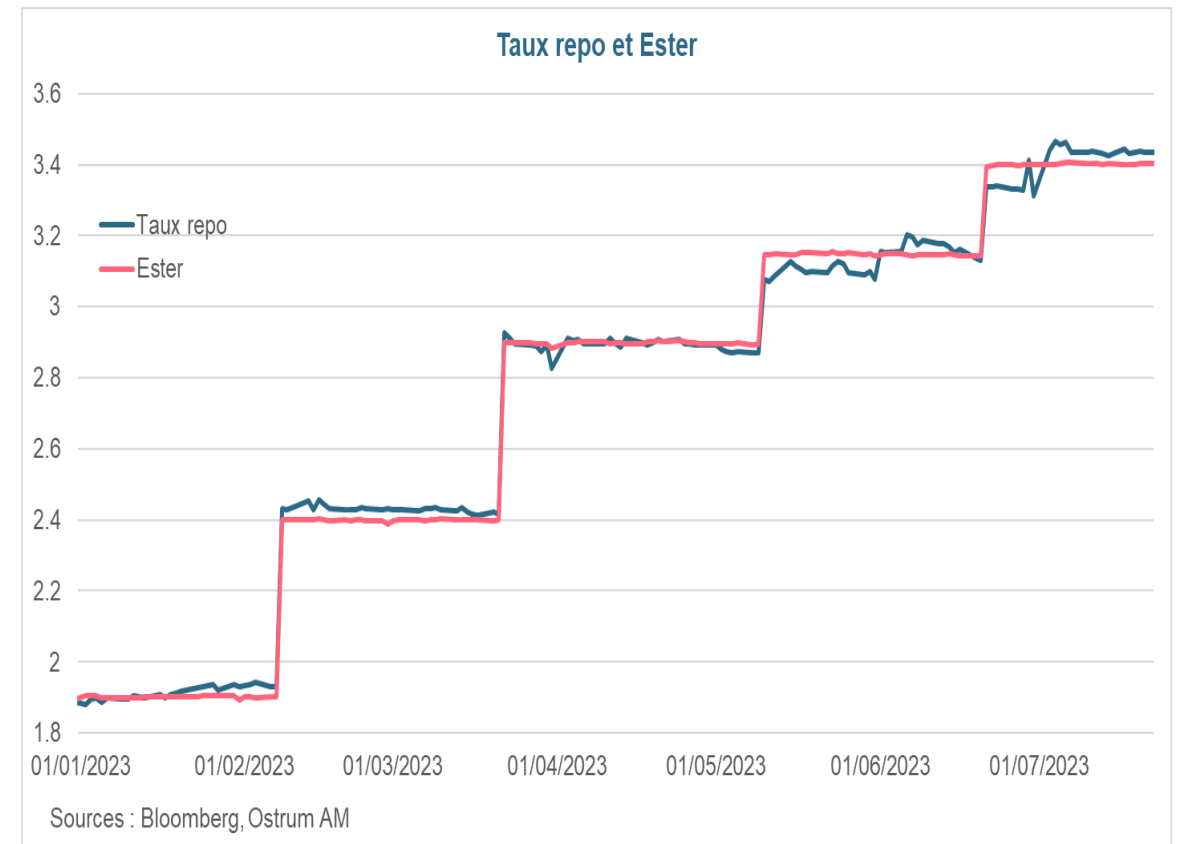
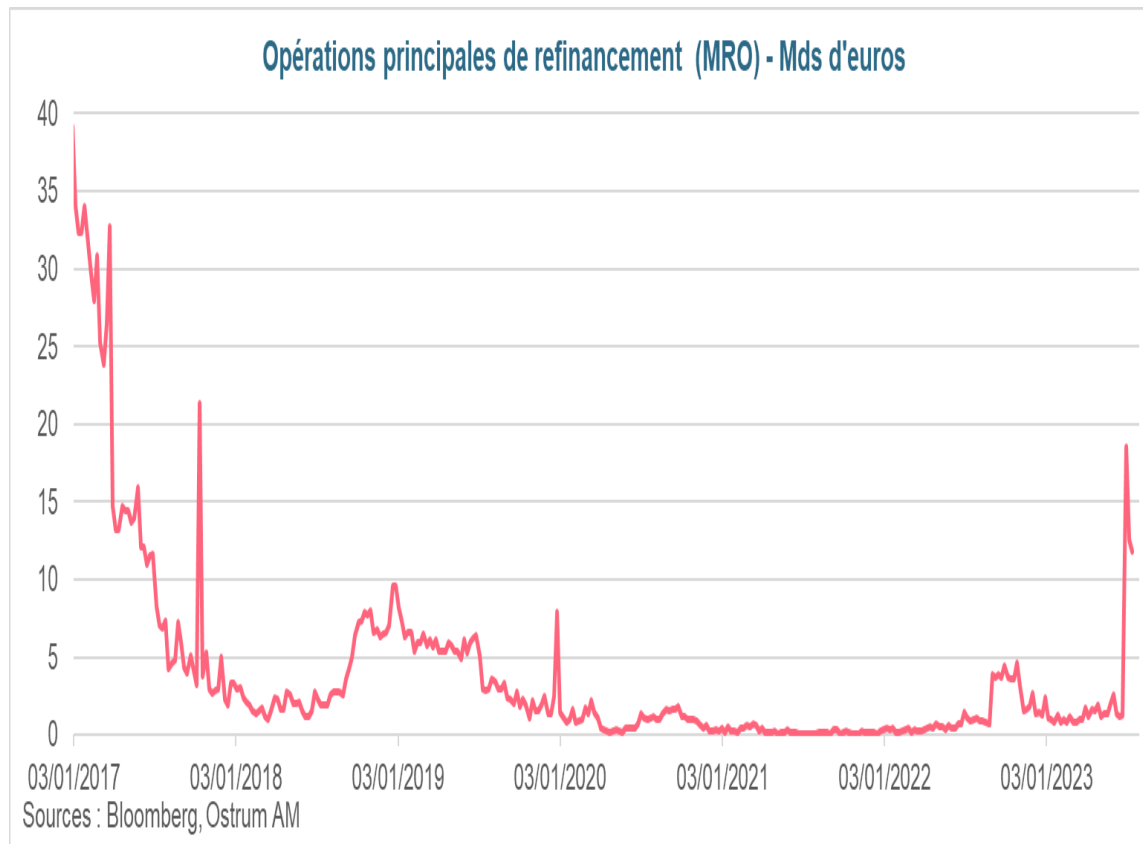


IMPACT SUR LES MARCHÉS

Hausse des opérations principales de refinancement (MRO) et légères tensions sur le marché monétaire

Nette hausse des MRO à 18.6 Mds d'euros. Plus haut depuis 2017 mais à nuancer par la taille du remboursement. Les MRO baissent depuis.

Certaines banques ont eu recours au marché monétaire pour assurer le remboursement.

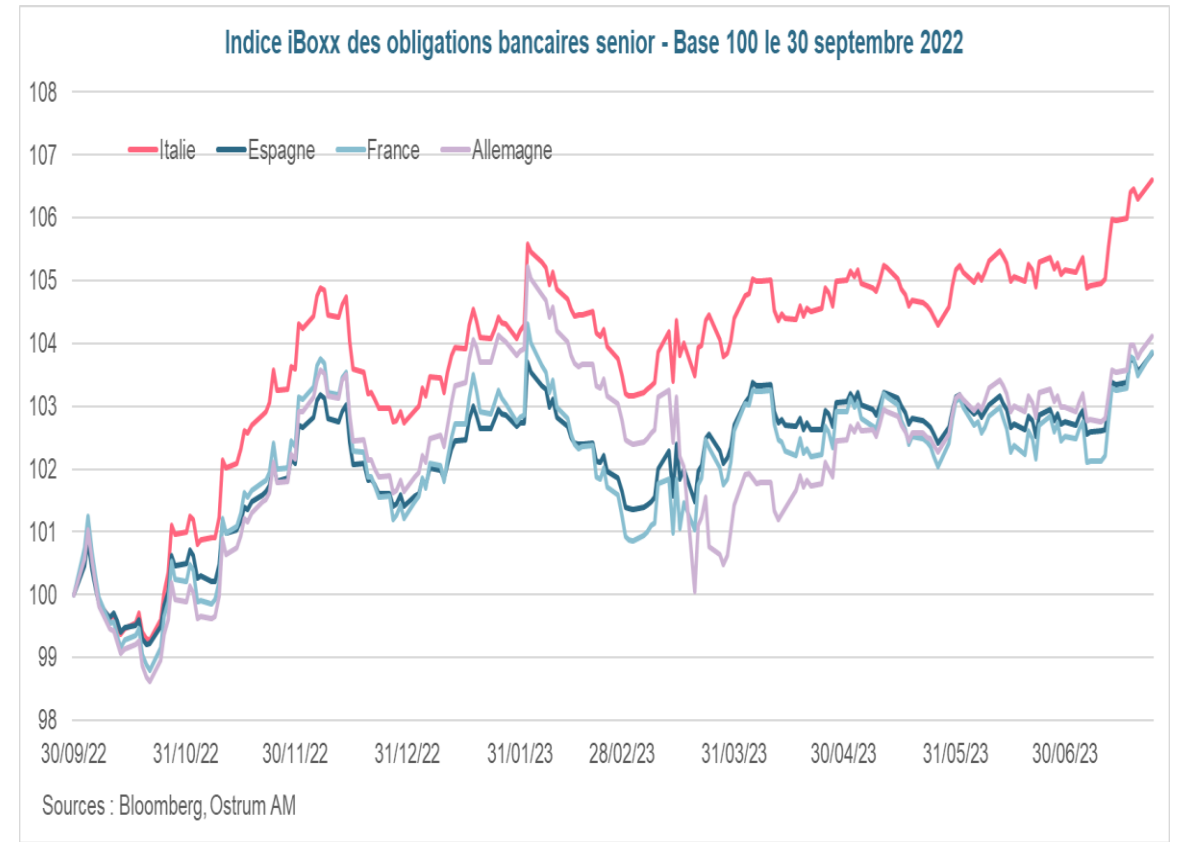
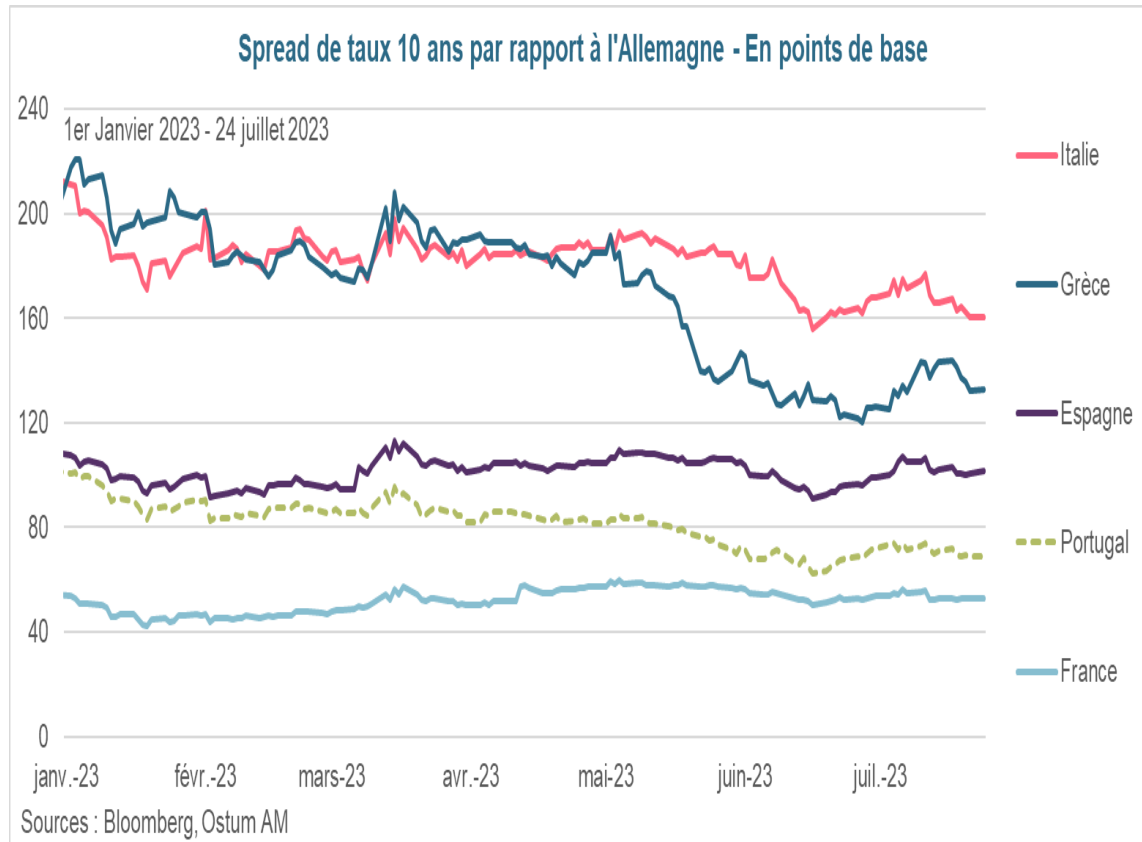


IMPACT SUR LES MARCHÉS

Pas d'impact sur les marchés obligataires souverains – Les banques italiennes surperforment

Les tensions à partir de la mi-juin ont été essentiellement liées à des prises de profit après un fort resserrement des spreads.

Les banques italiennes surperforment alors qu'elles sont les plus dépendantes des TLTRO.

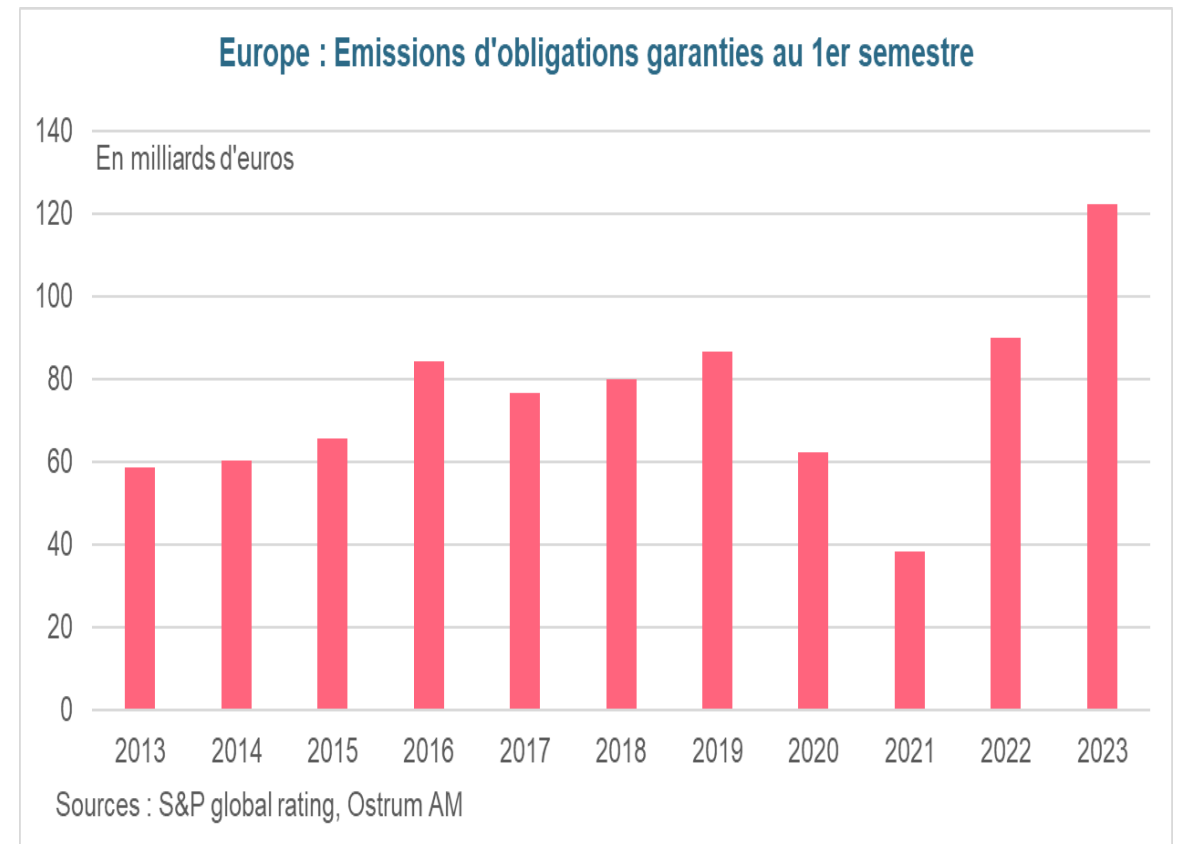
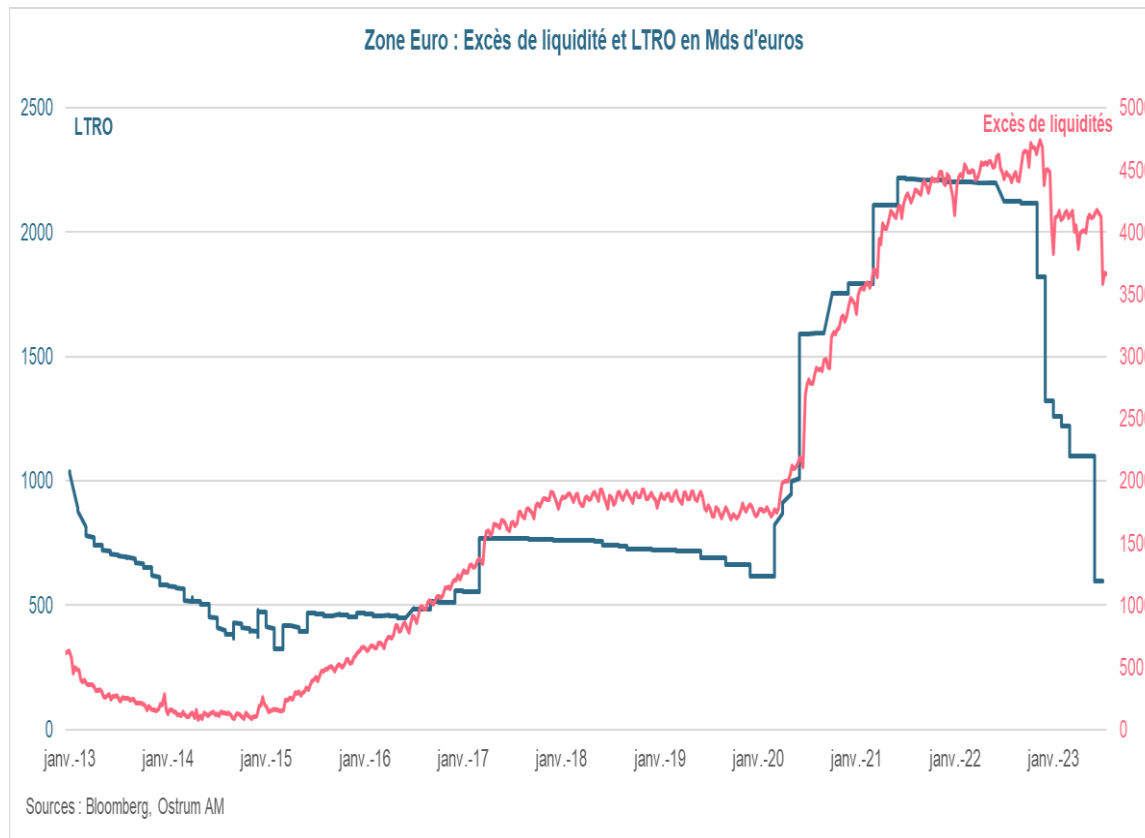


LES RAISONS DU FAIBLE IMPACT SUR LES MARCHÉS

Un excès de liquidité très élevé, des remboursements anticipés et émissions records d'obligations garanties

3662 Mds d'excès de liquidités après le remboursement de juin. De plus, sur les 1308 Mrds demandés, il ne restait plus que 477 Mds d'euros à rembourser en juin. Incitation de la BCE pour rembourser par anticipation.

Les banques ont également émis un montant record d'obligations sécurisées au 1^{er} semestre pour notamment faire face à cette échéance.



ET APRÈS ?

Il reste 592 Mds d'euros à rembourser d'ici fin 2024

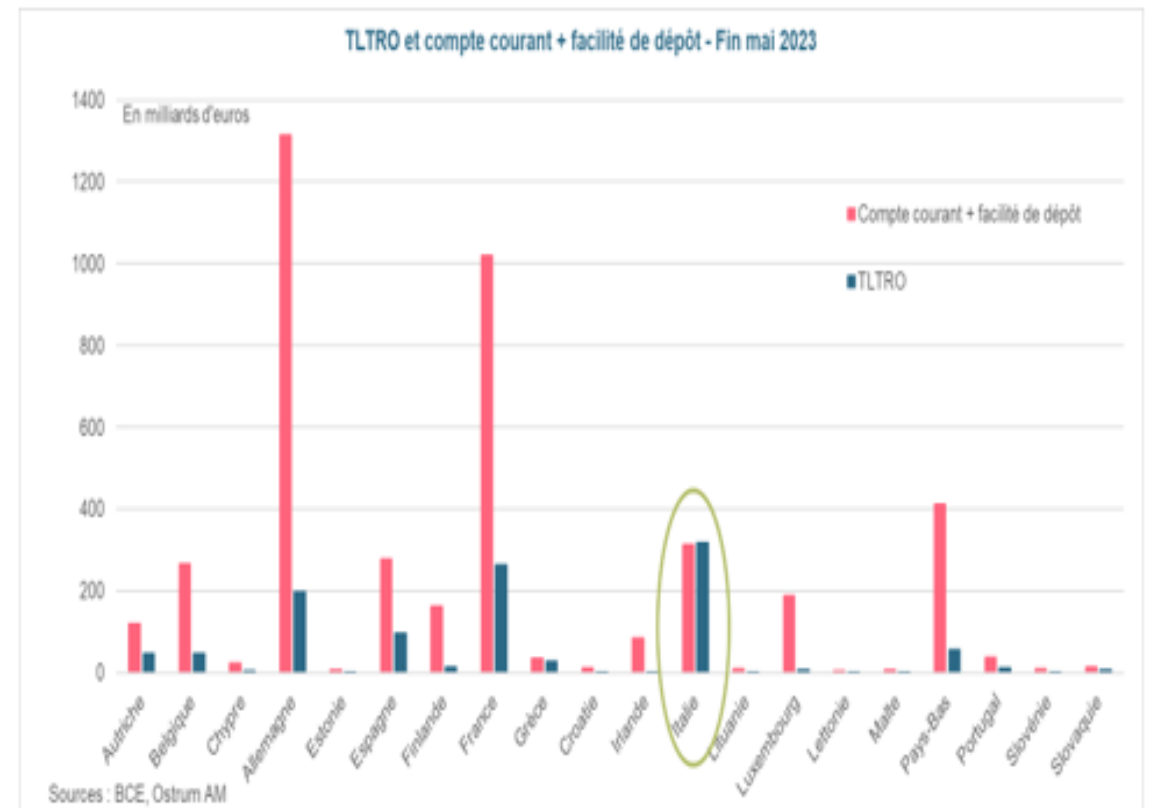
La plus importante échéance est le 27 mars 2024 : 281 Mds d'euros.

| Opération | Date de valeur | Maturité | Montant alloué (Mds) | Montant restant (Mds) | % Remboursé |
|-----------|----------------|-------------|----------------------|-----------------------|-------------|
| MRO | 19-juil.-23 | 26-juil.-23 | 10.0 | 10.0 | 0% |
| LTRO | 29-juin-23 | 28-sept.-23 | 4.3 | 4.3 | 0% |
| LTRO | 1-juin-23 | 31-août-23 | 0.8 | 0.8 | 0% |
| LTRO | 27-avr.-23 | 27-juil.-23 | 0.7 | 0.7 | 0% |
| TLTRO III | 22-déc.-21 | 18-déc.-24 | 52.0 | 43.1 | 17% |
| TLTRO III | 29-sept.-21 | 25-sept.-24 | 97.6 | 90.6 | 7% |
| TLTRO III | 24-juin-21 | 26-juin-24 | 109.8 | 69.8 | 36% |
| TLTRO III | 24-mars-21 | 27-mars-24 | 330.5 | 280.7 | 15% |
| TLTRO III | 16-déc.-20 | 20-déc.-23 | 50.4 | 41.2 | 18% |
| TLTRO III | 30-sept.-20 | 27-sept.-23 | 174.5 | 66.7 | 62% |

MRO = Main Refinancing Operations, LTRO = Long Term Refinancing Operations, OT = other type of operation

Sources : BCE, Ostrum AM

L'excès de liquidités ne sera pas suffisant en Italie. Pour y faire face, les banques concernées devront soit avoir recours aux facilités de la BCE (MRO...), soit emprunter sur les marchés (monétaires, covered...), soit vendre des actifs.



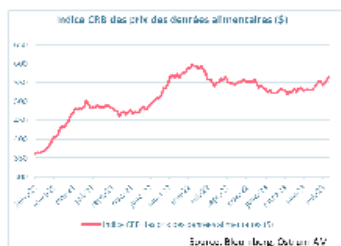
● **Le thème de la semaine : Impact des remboursements de TLTRO sur les marchés**

- Le 28 juin, les banques européennes ont remboursé 477 Mds d'euros de TLTRO ;
- L'excès de liquidité élevé et les remboursements anticipés réalisés ont permis la bonne tenue des marchés ;
- Certaines tensions se sont toutefois opérées sur le marché monétaire ;
- Pour les remboursements suivants, l'attention se porte sur les banques italiennes en raison d'un excès de liquidité insuffisant ;
- Elles devront avoir recours aux facilités de prêts de la BCE, emprunter sur les marchés ou réduire la taille de leur actif pour y faire face.

● **La revue des marchés : Rebond des matières premières**

- La désinflation à l'épreuve du rebond des matières premières ;
- Le T-note remonte vers 3,85 % avant le FOMC ;
- Refonte de l'indice Nasdaq et prise de profits sur les FANG ;
- L'UE débloque l'aide à l'Italie, le BTP se resserre.

● **Le graphique de la semaine**



Le prix des denrées alimentaires cotés sur les marchés s'affiche en net rebond depuis le début du mois de juin pour retrouver les niveaux de septembre 2022.

La Russie est sortie de l'accord permettant les exportations de blé via la mer Noire ce qui a contribué à une forte hausse des prix de la céréale. Par ailleurs, la résurgence du phénomène climatique El Niño risque de perturber les productions agricoles en Amérique du Sud, ce qui induit un risque haussier supplémentaire. L'Inde est aussi intervenue pour limiter ses exportations de riz.

Ces nouvelles tensions pourraient induire une remontée des prix de l'alimentation pour les consommateurs à l'horizon d'un an.



Axel Botte
Directeur Stratégie Marché
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratège pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguènes
Stratège pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

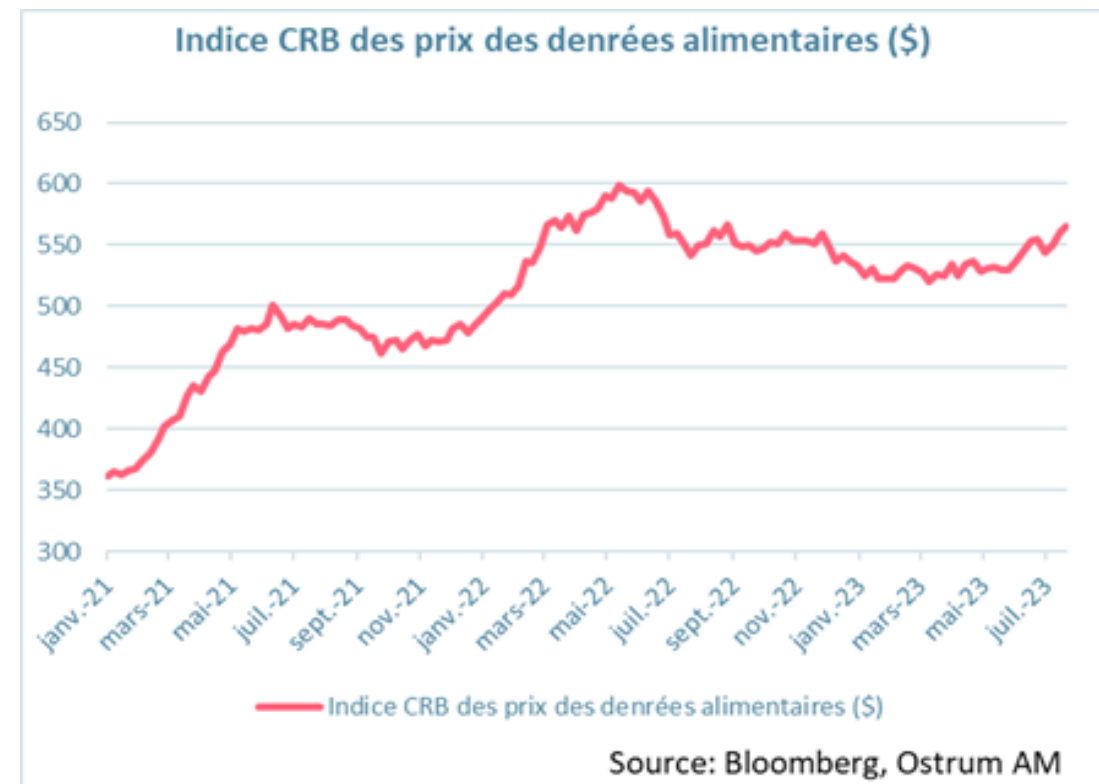
● **Le chiffre de la semaine**

18

Source : Bloomberg

18 jours : c'est le temps qu'il faut pour vendre une maison ancienne aux Etats-Unis compte tenu des faibles stocks disponibles. Le délai s'élevait à 30 jours en janvier 2023.

LE GRAPHIQUE DE LA SEMAINE



MENTIONS LÉGALES

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis, et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part d'Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et, conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous-munitions.



48 518 602 €

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 –
Société anonyme au capital de 48 518 602 €
525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753 –

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

