

MyStratWeekly

26 mars 2024



Amplifier votre
pouvoir d'agir

Sommaire

- Revue de la semaine – Les derniers mouvements marquants, retour sur les Banques centrales et conjoncture en zone euro
- Thème – Revue du cadre opérationnel de la BCE

The background features a series of concentric circles in a light pink color, centered on a darker pink background. A small, solid dark teal circle is positioned to the left of the main text.

● REVUE DE LA SEMAINE

MARCHÉS FINANCIERS : NOUVELLES TENSIONS GÉOPOLITIQUES

Le T-note revient vers 4,20%

Performances sur un semaine

Baisse des taux vendredi (Moscou, Fed), prises de profits sur les spreads, attention au high yield européen (spécifique CCC), les actions toujours en hausse, dollar fort

	15-mars	Last	Var. 2024
T-note 10 ans	4.31	4.21	-9
Courbe 2-10 ans	-42	-39	3
Bund 10 ans	2.44	2.32	-12
Courbe 2-10 ans	-51	-51	0
Italie Spread 10 ans	126	132	6
France Spread 10 ans	44	48	4
Gilt 10 ans	4.10	3.93	-17
JGB 10 ans	0.79	0.74	-5

iTraxx IG	53	55	3
iTraxx XO	302	302	-1

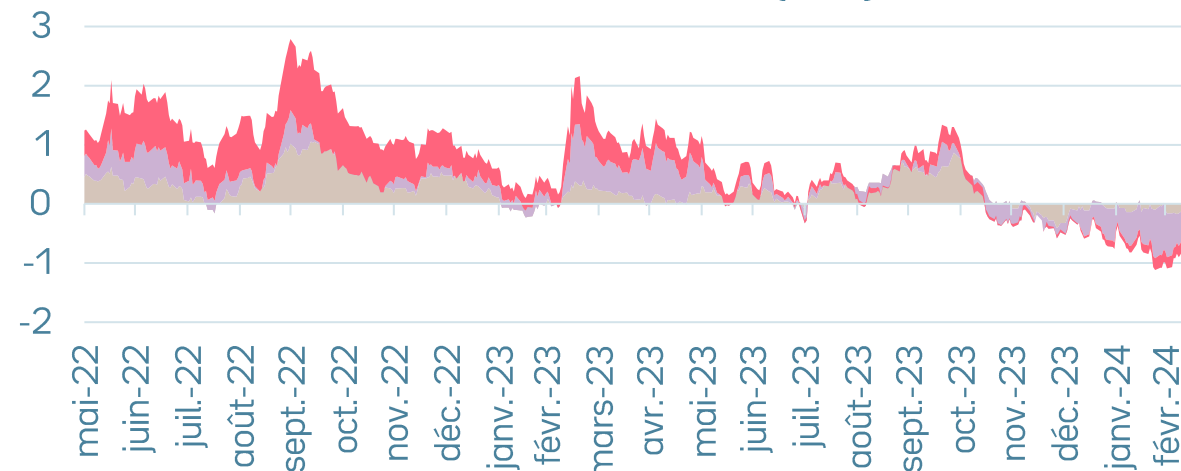
S&P 500	5 117	5 234	2.3%
Nasdaq 100	17 808	18 339	3.0%
Euro Stoxx 50	4 986	5 031	0.9%
VIX	14.4	13.1	-9.4%
Indice DXY	103.43	104.37	0.9%
USD/JPY	149.04	151.36	1.6%
EUR/USD	1.09	1.08	-0.7%

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Attention au regain de tensions géopolitiques

L'attentat de Moscou, la remontée du pétrole et l'absence de nouveau financement américain pour l'Ukraine pourrait peser sur le sentiment.

Indice de Stress Financier (BofA)



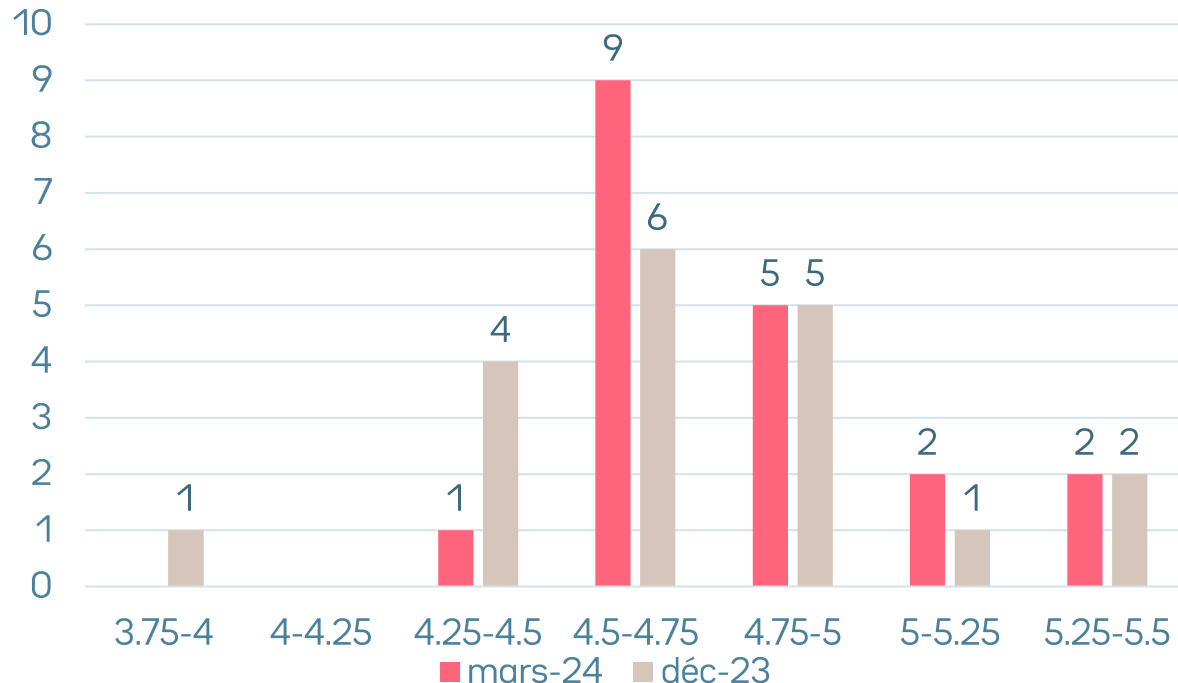
- Risques de marché, solvabilité et liquidité.
- Demande relative pour des protections contre de grands mouvements sur les actions et le change.
- Sentiment des investisseurs sur les actions, les obligations et le monétaire calculés à partir des flux EPFR et des volumes.

La Fed : le déni de réalité?

Fed consensus resserré sur 3 baisses en 2024

La Fed enfonce le clou malgré une croissance nominale plus forte. Le QT sera réduit « fairly soon », ce qui doit signifier en mai.

Fed funds en 2024



Le biais accommodant s'étend dans le G10

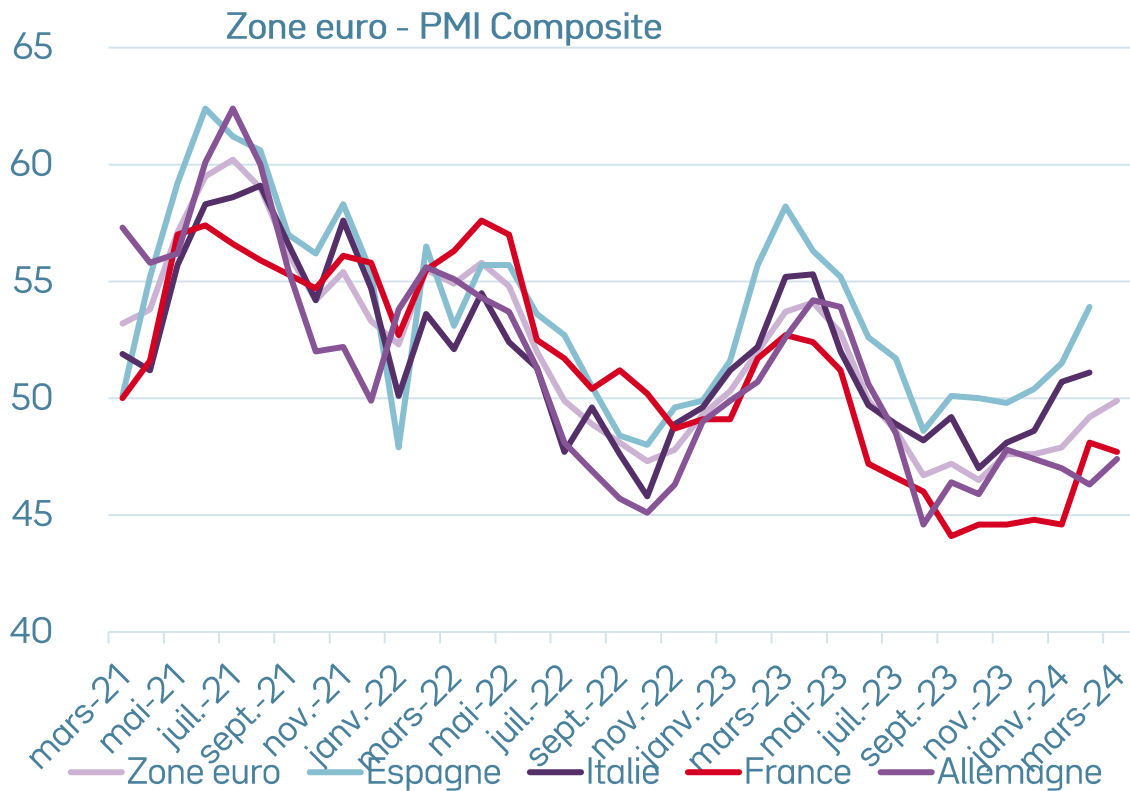
- **BoJ** : hausse des taux à 0-0,1%, on enterre Kuroda (YCC, taux négatifs, achats d'ETFs et REITs) mais des achats de JGB inchangés 6 billions de yens par mois. Le JPY replonge.
- **BoE** : vote 8-1 (1 baisse) contre 2-6-1 précédemment. La baisse de l'inflation ouvre la porte à un allègement bien avant les élections d'octobre
- **SNB** : baisse des taux de 25 pb, d'autres vont suivre pour accentuer le portage négatif du CHF (trop fort)
- **Norges** : baisse probable en septembre malgré une devise faible et l'inflation
- **BoC** : la première à baisser dès le mois d'avril. L'inflation sous-jacente est à 2,1% selon l'estimation de la BoC.

CONJONCTURE: DES ENQUÊTES INCOHÉRENTES EN ZONE EURO

Les PMI rechutent, l'INSEE ET L'IFO mieux orientés

Les PMI rechutent dans le secteur manufacturier

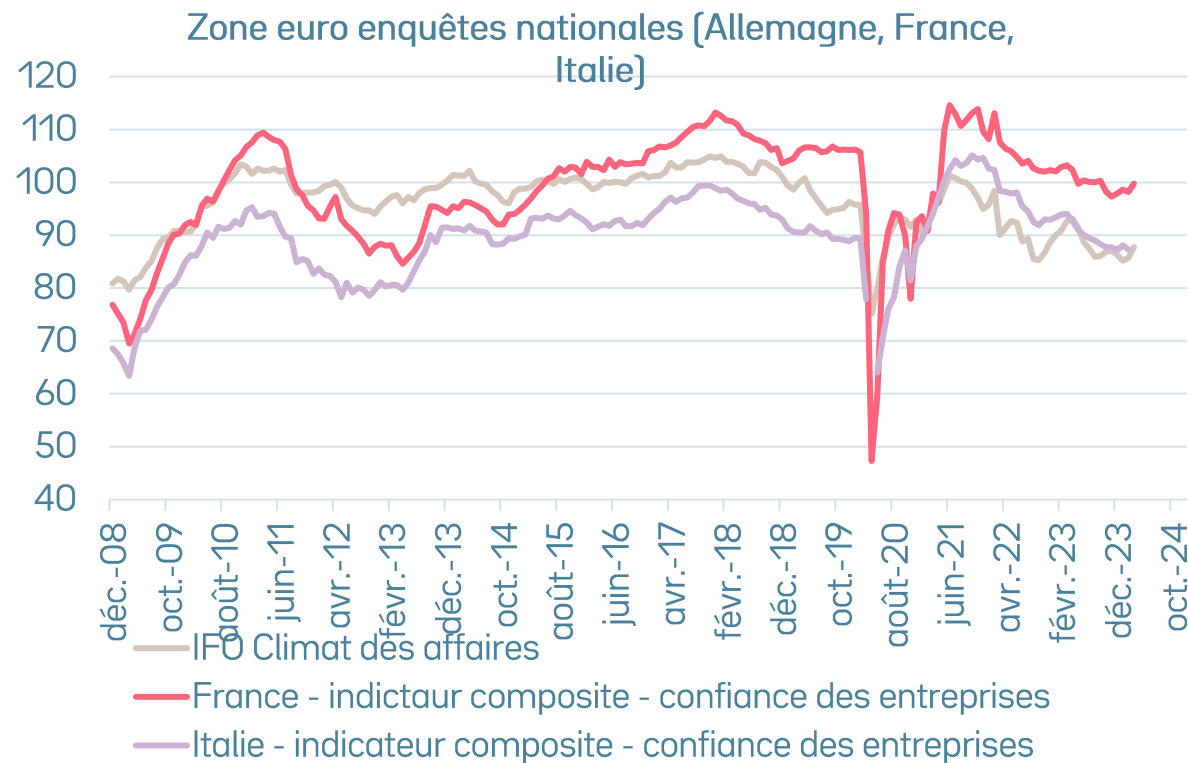
La faiblesse des 2 principales économies masque une embellie au sud.




Source: Bloomberg, Ostrum AM

Des enquêtes nationales mieux orientées

L'INSEE ou l'IFO sont encourageants



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 that draws the eye towards the central text.

● THÈME D'ACTUALITÉ

REVUE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA BCE

THÈME : REVUE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA BCE

Le bilan va se contracter jusque fin 2025 – QT et réduction de l'excès de liquidités

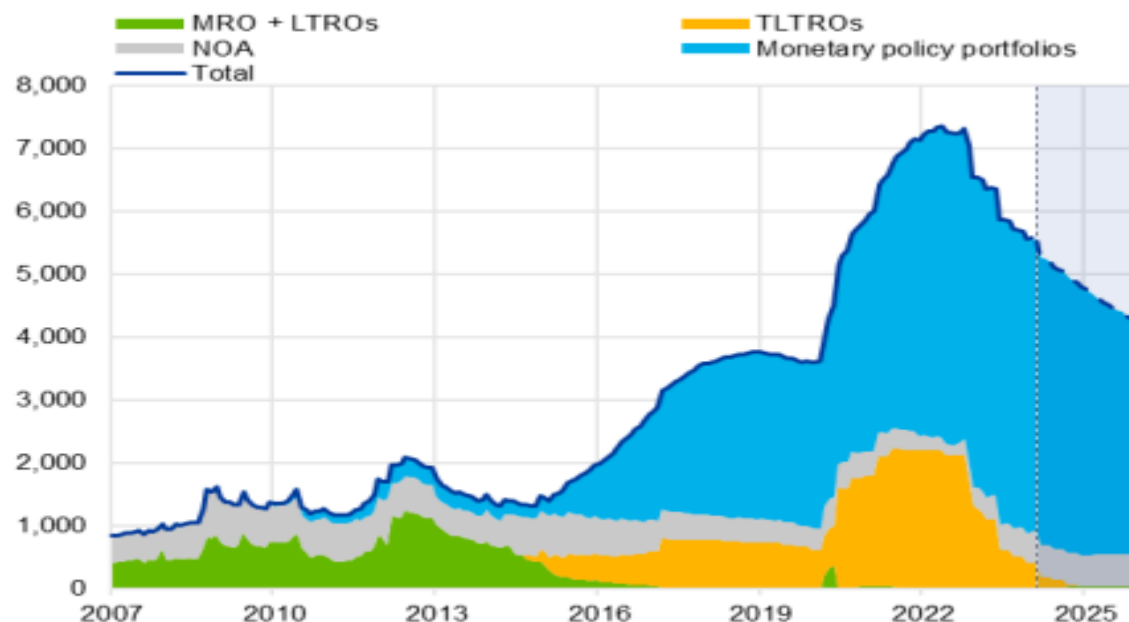
La baisse de l'actif reflète principalement le QE

Les plans de QE devraient s'amortir au moins jusque fin 2025 selon la projection d'Isabel Schnabel

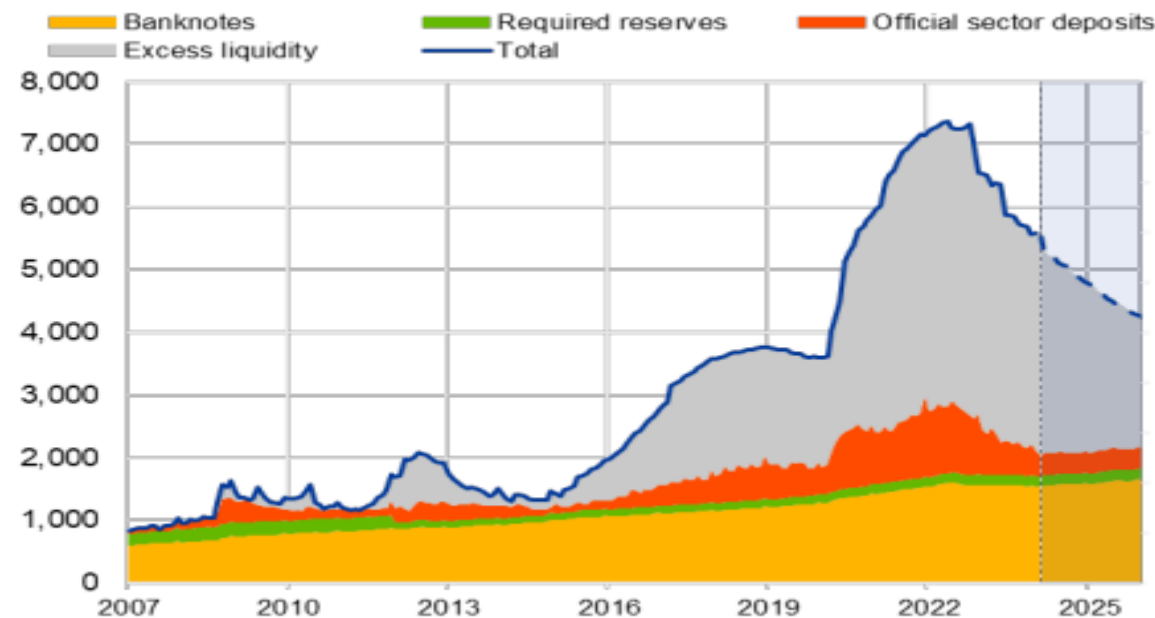
Au passif, l'ajustement se fait via l'excédent de liquidités

C'est l'excédent de liquidités bancaires qui baissent. La demande de liquidité de transaction (dépôts des gouvernements, monnaie en circulation) augmentera en lien avec le PIB nominal.

Asset side



Liability side



Sources: ECB, ECB calculations.

Notes: NOA stands for net other assets. The main assumptions behind the projections are the following: the future paths of the monetary policy portfolio, MRO and 3-month LTRO participation are based on the median expectations by analysts as reported in the latest SMA surveys; the projection of banknotes is based on ECB internal models.

Graphiques extraits du discours d'Isabel Schnabel The Eurosystem's operational framework 14 Mars 2024 Isabel Schnabel, Membre du Board de la BCE

[The Eurosystem's operational framework \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

THÈME : REVUE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA BCE

Les annonces de la BCE

Principales décisions

Instrument Monétaire	Maturité	Taux d'intérêt	Fréquence	Collatéral
Opérations de refinancement (MRO)	7 jours	Taux de dépôt + 15 pb	Hebdomadaire	Large gamme
Facilité de Prêt Marginal	jour le jour	Taux de dépôt + 40 pb	Journalière	Large gamme
Opération de Refinancement à Long Terme	91 jours	Taux refi moyen sur la période	Mensuelle	Large gamme
LTRO "Structurel"	A définir (probable >2 ans)	A définir - spread au-dessus des MRO?	Trimestrielle?	Large gamme (traitement préférentiel pour les biens?)

Source: ECB, Ostrum AM

Achats d'actifs	Cible de maturités	Composition	Montant
Portefeuille de titres structurel	A définir (probable <5 ans)	Emprunts d'états et crédit - Surexposition aux dettes UE et obligations vertes?	Lié aux réserves obligatoires (besoins de liquidité structurels: croissance nominale?)

Source: ECB, Ostrum AM

Commentaire

Les opérations de refinancement restent au cœur du dispositif (permettent d'atteindre tous les recoins du système bancaire)

Les MRO, LTRO sont illimitées

Le corridor est réduit : refi = dépôt + 15 pb. C'est une banque nouvelle pour les banques qui ont sollicité la BCE pour rembourser les TLTRO.

LTRO Structurel : acte le fait que la BCE est une contrepartie incontournable dans un système de réserves « amples » par opposition à « rares » avant 2008

Achats d'actifs structurels en lien avec la demande de liquidités pour motif de transaction

Le portefeuille structurel appuiera les politiques de l'UE (surpondération probable des dettes supranationales, obligations vertes)

Graphiques extraits du discours d'Isabel Schnabel The Eurosystem's operational framework 14 Mars 2024 Isabel Schnabel, Membre du Board de la BCE

[The Eurosystem's operational framework \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

THÈME : REVUE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA BCE

Achats d'actifs vs. Opérations de refinancement

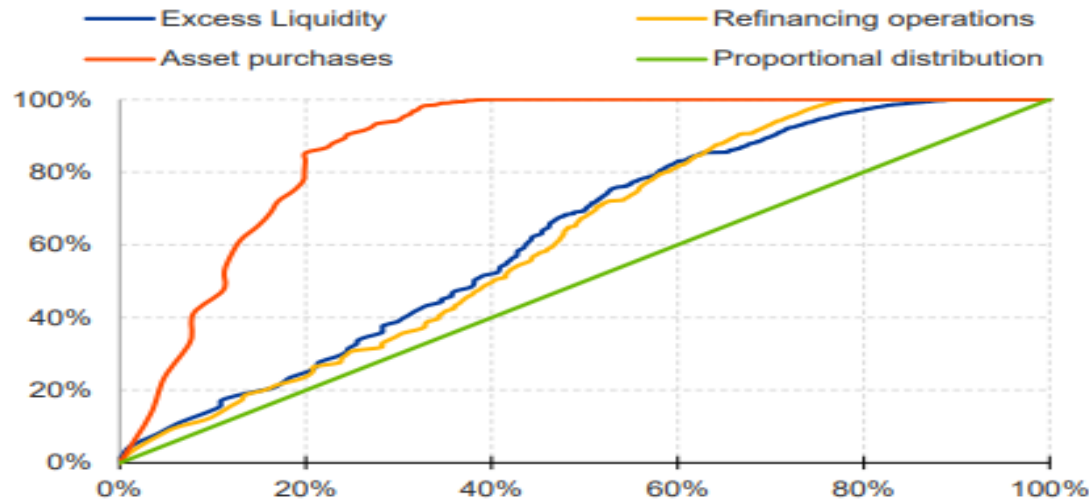
Les achats d'actifs profitent aux grandes banques

L'essentiel de la provision de liquidité au travers des plans de QE bénéficie aux banques de grande taille

Les MRO permettent une distribution plus uniforme

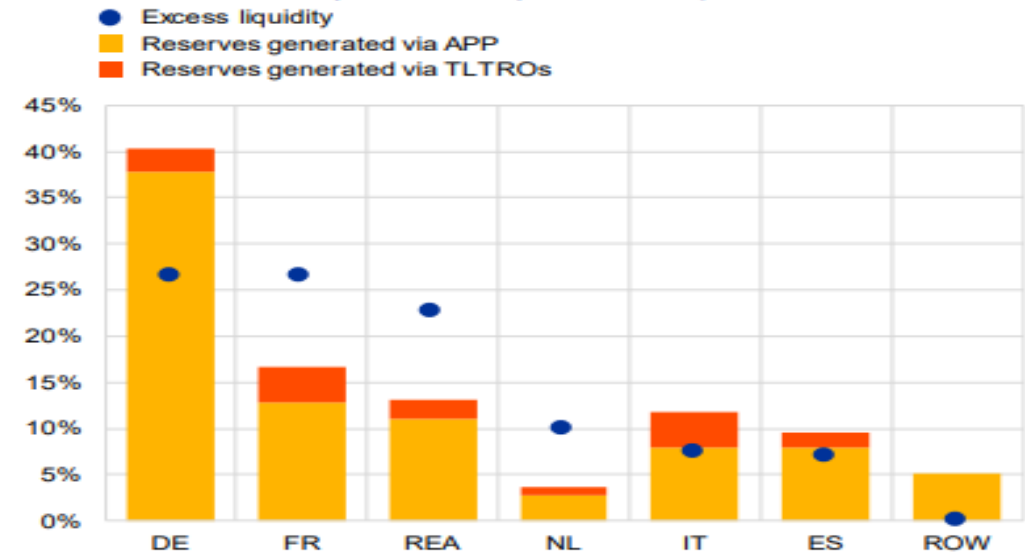
Le collatéral accepté (incluant les prêts) permet d'atteindre les plus petites banques, dont l'accès au marché est aussi plus difficile

Distribution of asset purchases, refinancing operations and excess liquidity holdings
(Vertical axis: share; horizontal axis: cumulative bank total assets)



Source: ECB.
Notes: Data between November 2011 and 31 May 2023. Each series ordered individually from highest to lowest. 2541 banks included in the analysis (for which we have data on both EL and total assets). To avoid double counting, for EL and refinancing operations the average amount outstanding in the period is taken, whereas for purchases we take the total sum.

Liquidity injection, reserve generation and distribution by country
(as % of respective total)



Sources: ECB (MOPDB, TMS) and ECB calculations.
Notes: Chart shows the amount of reserves created via net asset purchases since 2014 (including APP and PEPP) and TLTRO operations. Yellow and red bars add up to 100% illustrating the total amount of liquidity generated. Redemptions are allocated pro rata across jurisdiction to obtain the amount of net liquidity created via asset purchases. Blue dots show the distribution of excess liquidity and also add up to 100%. Data is at the MFI level so subsidiaries of international banks show up in the jurisdiction where the respective subsidiary is located. Latest observation: 25 May 2023.

THÈME : REVUE DU CADRE OPÉRATIONNEL DE LA BCE

Des instruments structurels mais une volonté de raviver les échanges interbancaires

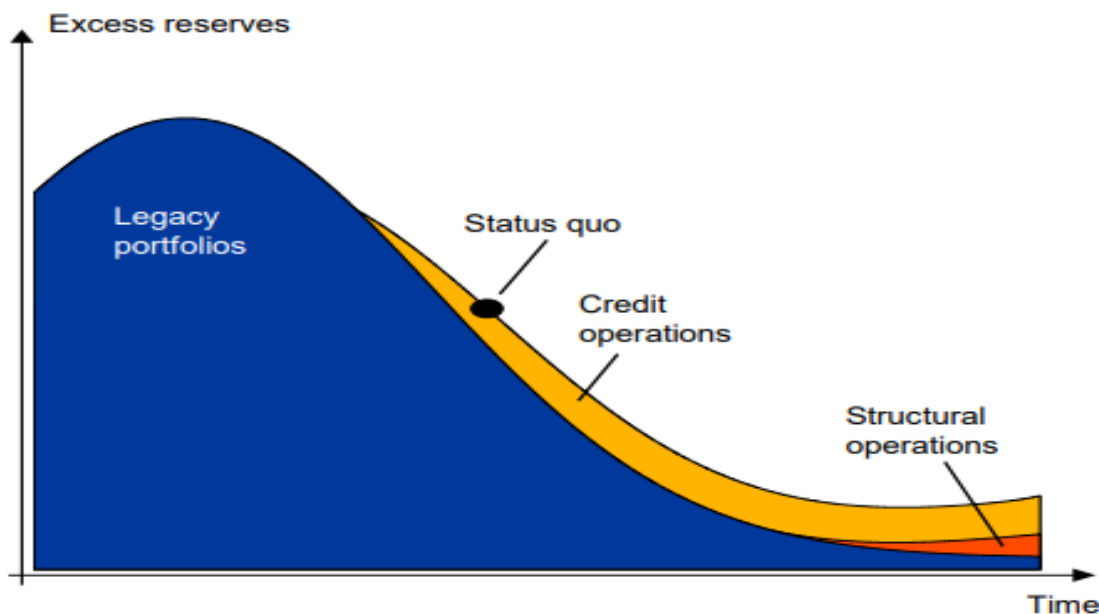
Le nouveau cadre sera effectif en 2026 probablement

Les opérations structurelles interviendront après l'arrêt du QT

La baisse de l'excédent de liquidités ranime le marché interbancaire

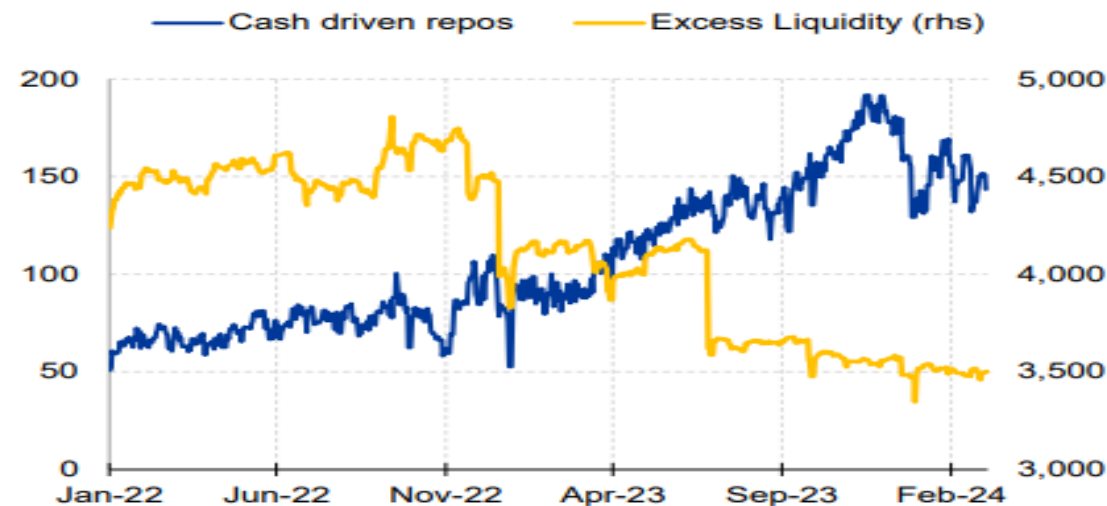
Les opérations de repo sont motivées par la liquidité et non plus la rareté du collatéral (cela resserre le swap spread)

Stylised breakdown of reserve supply over time



Source: ECB.

Excess liquidity and outstanding volumes of liquidity-motivated repo transactions (EUR billion)



Sources: ECB, SFTD, BrokerTec, MTS, ECB calculations.
Notes: Chart displays liquidity-motivated (general collateral, GC) repo volumes based on BrokerTec/MTS one-day repo transactions and on Eurex GC pooling trades as reported in SFTD. Calculations are based on a single-counting approach.
Last observation: 06 March 2024.

Graphiques extraits du discours d'Isabel Schnabel The Eurosystem's operational framework 14 Mars 2024 Isabel Schnabel, Membre du Board de la BCE

[The Eurosystem's operational framework \(europa.eu\)](https://www.europa.eu)

● Le thème de la semaine : Une revue du nouveau cadre opérationnel de la BCE

- La BCE a dévoilé son nouveau mode opératoire le 13 mars dernier ;
- La Banque centrale jouera un rôle essentiel dans la provision de liquidités à l'horizon de plusieurs années ;
- Le corridor des taux d'intérêt sera réduit de sorte que le refi se situera 15 pb au-dessus du dépôt dès septembre.
- Les opérations de refinancement resteront illimitées avec une large base de collatéraux acceptés afin d'atteindre tous les segments du système financier ;
- Les nouveaux LTRO structurels et un programme d'achat d'actifs aideront les banques à satisfaire leurs ratios réglementaires en matière de financement et de liquidité ;
- Ainsi, ces changements devront contribuer à atténuer la volatilité des taux et à réduire les spreads des dettes supranationales et des obligations vertes en particulier.

● La revue des marchés : L'assouplissement se précise

- La Fed confirme trois baisses de taux en 2024 ;
- Le T-note replonge vers 4,20 % ;
- La dette souveraine s'écarte, quelques tensions sur le high yield ;
- Les actions restent bien orientées.

● Le graphique de la semaine



Les enquêtes PMI préliminaires du mois de mars témoignent d'une reprise à deux vitesses au sein de l'union économique et monétaire. L'Allemagne reste à la traîne sous le seuil de 48 et le rebond de l'économie française entrevu en février semble déjà fléchir.

A l'inverse, les économies du sud de l'Europe rapportent une nette amélioration de la conjoncture. Cette meilleure croissance est l'une des raisons du net resserrement des spreads de ces pays face aux dettes allemandes et françaises.

● Le chiffre de la semaine

500

Soit, en points de base, la hausse surprise des taux en Turquie annoncée le 21 mars. La hausse du taux à 50% vise à stabiliser la Livre turque en amont des élections à la fin du mois.

Source : Bloomberg



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

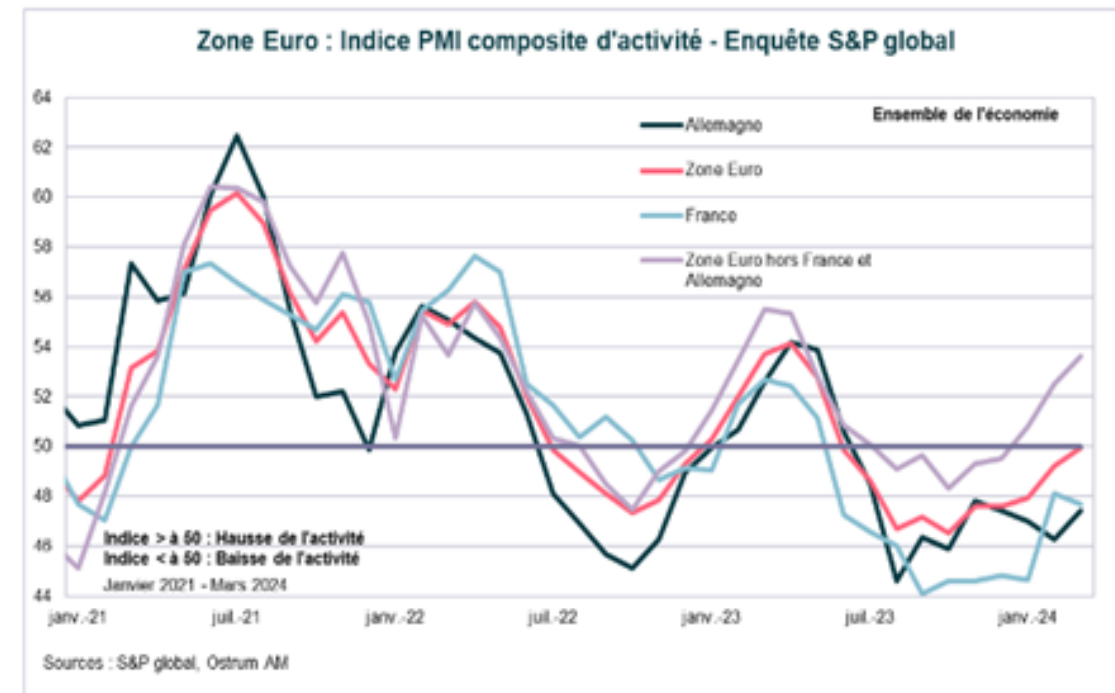


Zouhore Bousbih
Stratège pays émergents
zouhore.bousbih@ostrum.com



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

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

