

● Le thème de la semaine : Billions

- Ce fut une année mouvementée pour les marchés des obligations du Trésor étant donné la question du plafond de la dette jusqu'en mai et la forte augmentation des emprunts publics qui a suivi, alors que le déficit fédéral a atteint 1,7 billion de dollars au cours du dernier exercice financier ;
- Les perspectives budgétaires américaines sont revenues au centre de l'attention cette année avec une dégradation de la note de Fitch l'été dernier et une volatilité considérable à la suite du resserrement monétaire de la Fed ;
- Les besoins d'emprunt des États-Unis n'ont jusqu'à présent pas entraîné un affaiblissement du dollar, mais la concurrence mondiale pour l'épargne disponible pourrait faire grimper les rendements dans les mois à venir ;
- Une Fed plus conciliante et une augmentation plus faible que prévu de la taille des adjudications d'obligations ont déclenché un rally obligataire, mais tous les regards seront tournés vers la prochaine annonce de refinancement une fois que le budget aura été adopté par le Congrès, possiblement dans les prochaines semaines.

● La revue des marchés : Rappel à l'ordre

- Powell rappelle la vigilance de la Fed sur l'inflation ;
- Adjudication difficile pour les Treasuries à 30 ans ;
- Le T-note oscille autour de 4,60% ;
- La Tech américaine poursuit son rebond.

● Le graphique de la semaine



Selon les estimations de Bloomberg, la liquidité des principaux marchés d'emprunts souverains s'est détériorée au cours des deux dernières années. Le retrait des Banques centrales avec le resserrement quantitatif et la volatilité induite par les hausses de taux d'intérêt ont contribué à élargir les fourchettes de cotation.

Cet indice de liquidité mesure l'écart de rendement moyen pour chaque titre de maturité résiduelle supérieure à 1 an par rapport à une courbe interpolée. Une hausse de l'indice traduit donc des écarts de valorisation plus larges et une moindre liquidité.

● Le chiffre de la semaine

8

8 \$ la livre de boeuf aux Etats-Unis au plus haut historique en raison de la sécheresse.

Source : Bloomberg



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



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



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

● Thème de la semaine

Billions

Un billion par-ci, un billion par-là... La situation budgétaire américaine est au centre des préoccupations des investisseurs. Le resserrement quantitatif et les hausses de taux de la Fed ont contribué à l'augmentation de la charge d'intérêt annuelle au-delà du seuil de 1 000 milliards de dollars. Le déficit public atteint 1 700 milliards de dollars au cours du dernier exercice financier, soit 7 % du PIB. Environ un tiers des obligations du Trésor (hors bons à court terme, mais y compris TIPS et FRN) arrivent à échéance dans les trois prochaines années. Le refinancement de la dette américaine sera déterminant pour les marchés.

Endetté à vie

Une année mouvementée pour la politique budgétaire américaine

Ce fut une année mouvementée pour le budget fédéral américain. Le plafond de la dette a été atteint en janvier 2023. Lorsque le plafond de la dette est atteint, le Trésor américain ne peut pas contracter de nouvelles dettes, de sorte que les dépenses fédérales courantes doivent être financées en puisant dans les liquidités du Trésor. Fin mai, il restait moins de 50 milliards de dollars sur le compte général du Trésor, soit les dépôts du gouvernement auprès de la Fed. Le Congrès a finalement suspendu le plafond, mais après l'annonce du remboursement trimestriel en mai. Le Trésor américain a donc dû reconstituer sa réserve de trésorerie en émettant massivement des bons à court terme. L'essentiel de l'ajustement de son portefeuille de dette à long terme a en effet été reporté à début août. Durant cette période, Fitch a abaissé la note de la dette américaine d'un cran à AA+ début août, ce qui a accentué la pression haussière sur les rendements obligataires à long terme. La prime de terme a aussi augmenté en raison des risques entourant les perspectives budgétaires.

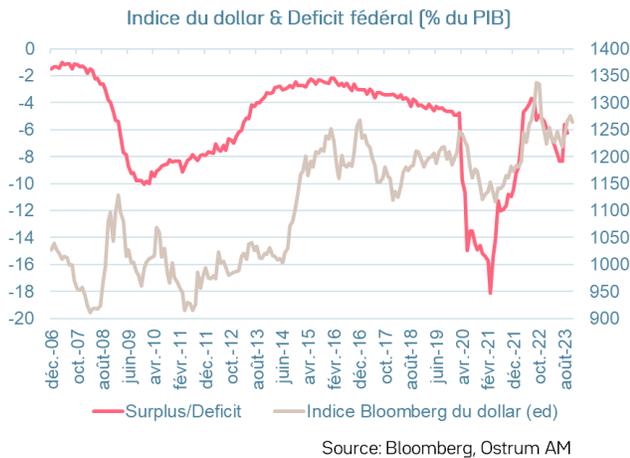
Déficit budgétaire américain d'environ 7 % du PIB

L'économie américaine s'en sort remarquablement bien jusqu'à présent en 2023, comparée à la stagnation de la zone euro et à la faiblesse économique persistante de la Chine. La croissance américaine est supérieure à son potentiel (estimé à 1,8 % par la Fed) depuis cinq trimestres consécutifs. La croissance du PIB s'est même accélérée pour atteindre 4,9 % à un taux annualisé au cours du 3^e trimestre. La croissance économique semble en partie imputable à l'assouplissement budgétaire.

Les recettes fiscales ont chuté de 470 milliards de dollars par rapport à l'exercice précédent. Les dépenses sont en légère baisse grâce à la réduction de l'éducation en août. En conséquence, le déficit fédéral a augmenté pour atteindre 1 695 milliards de dollars au cours de l'exercice 2023. Du côté des recettes, la baisse des impôts des particuliers de 455 milliards de dollars au cours de l'exercice saute aux yeux. Le repli des marchés financiers en 2022 a réduit l'impôt sur les plus-values. Les autres recettes sont restées globalement stables, à l'exception de l'augmentation de 114 milliards de dollars de la taxe sur l'emploi. En ce qui concerne les dépenses, la hausse des taux de la Fed a considérablement accru la charge d'intérêt. La facture des intérêts est en hausse de 184 milliards sur cet exercice (+39%). Les autres catégories de dépenses ont enregistré de fortes hausses. Les dépenses militaires ont augmenté de 54 milliards de dollars au cours des 12 mois précédant septembre 2023. Les dépenses de sécurité sociale et d'assurance-maladie ont augmenté d'un total de 228 milliards de dollars. Les dépenses d'éducation, y compris les paiements liés au moratoire sur la dette étudiante, ont fortement chuté vers la fin de l'exercice budgétaire. Le résultat budgétaire final aurait pu être bien pire.

Dans le graphique suivant, il est facile de voir que la situation budgétaire a un impact direct sur le dollar américain. La question du déficit a effectivement une portée mondiale. Un dollar plus faible pourrait être nécessaire pour attirer l'épargne mondiale, si les emprunts publics continuent d'augmenter. Les gouvernements du monde entier (par exemple dans la zone euro) sont confrontés à des problèmes similaires, de sorte que la concurrence mondiale pour le financement ne fera que s'intensifier au moment où les Banques centrales (Fed, BCE, BoE...) ont l'intention de

réduire davantage leurs avoirs en obligations.



Et maintenant : une nouvelle CR, un *shutdown* ou un budget voté ?

Aucune loi budgétaire pour l'exercice 2024 n'a encore été adoptée par le Congrès en raison de luttes politiques internes au sein de la Chambre des représentants à majorité républicaine. Un projet de loi provisoire (*continuing resolution*) a été adopté à la place. Les *continuing resolutions* sont des projets de loi de dépenses temporaires qui permettent la poursuite des dépenses fédérales lorsque le budget final n'a pas encore été approuvé par le Congrès et le Président. Sans budget ni *continuing resolution* (CR), la fermeture de certaines agences du gouvernement fédéral pourrait être décidée. La CR actuelle court jusqu'au 17 novembre. Au-delà de cette date limite, il existe donc trois issues possibles : un *shutdown* fédéral, le vote d'une CR ou celui du budget.

Focus sur le refinancement du Trésor

Le Trésor américain annonce sa stratégie de remboursement sur une base trimestrielle. Chaque mois de février, mai, août et novembre, le département du Trésor annonce le montant des adjudications pour les titres couponés d'échéances comprises entre 2 et 30 ans. La qualité élevée du crédit des États-Unis et le statut de référence des bons du Trésor permettent au gouvernement américain d'emprunter à moindre coût et de payer des primes de liquidité réduites sur toute la courbe. Cela dit, le marché n'est pas insensible à la taille des adjudications et aux choix de maturité du Trésor. Le retour aux émissions nettes d'obligations en

août, après la suspension du plafond de la dette, a provoqué une forte hausse des rendements à long terme. Le gouverneur de la Fed, Christopher Waller, a même qualifié la hausse de 100 pb de tremblement de terre... auquel la Fed a contribué en laissant ses obligations arriver à échéance à hauteur de 60 milliards de dollars par mois. En effet, le resserrement quantitatif représente 720 milliards de dollars par an de besoin de refinancement supplémentaire pour le Trésor.

L'annonce effectuée début novembre a été bien accueillie par les marchés, car elle a coïncidé avec une position plus accommodante de la Fed et des rachats de duration en fin de mois par les gestionnaires de fonds de référence. Le message clé ici était la légère hausse du volume des adjudications pour les obligations à 7, 10 et 30 ans et l'absence d'augmentation de l'impopulaire obligation à 20 ans. L'essentiel du financement concernera les titres de 2 à 5 ans et, dans une moindre mesure, les obligations à 3 ans et les FRN à 2 ans.

Tailles des émissions de treasuries (Mds \$)								
Maturités	2 ans	3 ans	5 ans	7 ans	10 ans	20 ans	30 ans	Taux variables
Août	45	42	46	36	38	16	23	24
Septembre	48	44	49	37	35	13	20	24
Octobre	51	46	52	38	35	13	20	26
Novembre	54	48	55	39	40	16	24	26
Decembre	57	50	58	40	37	13	21	26
Janvier	60	52	61	41	37	13	21	28

Source: US Treasury Dept, Ostrum AM

Le calendrier mensuel des adjudications du Trésor commence par la vente des nouvelles obligations de référence à 3, 10 et 30 ans. L'adjudication d'obligations à 3 ans a attiré une bonne demande de la part des participants à ce marché, avec une décote réduite par rapport aux prix sur le marché gris. Le test le plus significatif pour le marché des Treasuries aura lieu plus tard en novembre, avec des émissions de 2 et de 5 augmentant de 9 milliards de dollars par rapport au mois d'août. Les obligations à 5 ans ont tendance à dicter l'orientation du marché, de sorte que de mauvais résultats, lors des adjudications, pourraient atténuer la tendance baissière.

Il existe une autre source d'incertitude. Le budget pourrait être adopté vers le 17 novembre, avant les adjudications de 2, 5 et 7 ans. D'ici là, les estimations de déficit alimenteront les attentes concernant le refinancement de février. Si l'on s'attend à ce que le

déficit budgétaire se réduise grâce à des recettes plus élevées (imposition des ménages), la baisse des rendements pourrait se maintenir. Au contraire, si le gouvernement fédéral vise un déficit budgétaire élevé, les rendements à long terme seront sous pression.

Conclusion

La politique budgétaire a soutenu la croissance américaine en 2023, mais la dette fédérale élevée, la dégradation de la notation et le refinancement du Trésor ont fait grimper les rendements d'août à octobre. Le refinancement de novembre, la posture accommodante de la Fed et l'absence de projet de loi budgétaire ont ensuite déclenché un *rally* obligataire... mais il n'est pas certain que les faibles rendements puissent persister dans un contexte de déficits élevés et de poursuite du resserrement quantitatif.

Axel Botte

• La revue des marchés

Rappel à l'ordre

Le ping-pong se poursuit entre la Fed et les marchés qui veulent croire à l'assouplissement monétaire.

La réaction des marchés financiers au statu quo sur les taux américains est probablement allée au-delà des intentions de la Fed. Jerome Powell a donc profité de son allocution lors de la réunion du FMI pour réaffirmer la nécessité d'agir en cas de nouvelle hausse de l'inflation. La forte baisse des rendements a laissé place à des prises de profits la semaine passée ramenant le T-note aux alentours de 4,60%. La sensibilité des actions aux taux longs s'est manifestée par un net décrochage des indices boursiers à l'issue de l'adjudication difficile du 30 ans américain jeudi. Le Bund se situe à 2,70% en fin de semaine après les propos de Christine Lagarde annonçant des taux inchangés au premier semestre 2024. Les anticipations d'inflation refluent avec la baisse de 4\$ du baril de brut. Parallèlement, les spreads souverains se resserrent à l'exception de la dette portugaise par suite de la démission du Premier ministre. Les swap spreads poursuivent leur tendance au rétrécissement entraînant le crédit et les dettes liées au taux swap. Le dollar est globalement stable sur des niveaux élevés alors que le yen reprend sa spirale baissière. Les marchés d'actions semblent consolider le rebond du début du mois.

Le calendrier des publications américaines était peu fourni la semaine passée. La situation conjoncturelle des Etats-Unis reste favorable. La révision du solde commercial devrait toutefois induire une révision marginale de la croissance au 3^e trimestre. Les nouvelles inscriptions au chômage n'annoncent pas d'inflexion significative. En zone euro, le sondage de la BCE rapporte une hausse des anticipations d'inflation des ménages à 1 an en septembre (4 %). Le rebond transitoire du pétrole explique probablement ce rebond. En Chine, la déflation réapparaît (-0,2% sur l'IPC).

La mauvaise adjudication de 30 ans américain semble finalement un épiphénomène compte tenu de la reprise de l'aplatissement de la courbe. C'est toutefois symptomatique du risque de refinancement aux Etats-Unis qui perdurera l'an prochain. La reconstitution de

la prime de terme n'est sans doute pas achevée malgré cette volatilité actuelle. Le T-note oscille autour de 4,60%. Les points morts à terme (5 ans dans 5 ans) se sont dégradés récemment faisant écho à la remontée des anticipations de prix des ménages (4,2% à 1 an). En zone euro, Christine Lagarde s'est fait l'écho de Jerome Powell pour rappeler la nécessité de maintenir des taux élevés. Le Bund revient vers 2,70%. La poursuite du rebond des taux se dessine avec comme objectif un retour vers le seuil de 3%. Les spreads souverains se sont bien comportés avec des succès d'émission en Italie et en Autriche. La démission du PM Costa, au Portugal, engendre des prises de profit. Les élections anticipées sont prévues en mars prochain. Le crédit souverain portugais reste bien orienté de sorte que la dette devrait converger vers 100% du PIB en 2024. La dette grecque s'approche de ses plus bas récents. Le resserrement des spreads peut sembler excessif notamment sur l'Italie (187 pb). Sur les souverains émergents, les spreads se sont réduits de 10 pb avec quelques émissions primaires (Costa Rica, Colombie) pour alimenter la demande.

Le marché du crédit bénéficie du resserrement des swap spreads. L'iTraxx semble accentuer la tendance en surperformant l'obligataire. Les émissions totalisent environ 15 Mds € sur la semaine écoulée réparties équitablement entre financières et non-financières. Les inquiétudes sur l'immobilier commercial américain se répercutent sur le secteur des Pfandbrief en Allemagne, mais les foncières résistent dans l'ensemble. Les dettes hybrides et les subordonnées assurantielles surperforment. Le marché du high yield est porteur. Le spread moyen du high yield européen se situe à 468 pb contre Bund, en baisse de 5 pb sur la semaine. L'ampleur du resserrement de l'indice Crossover (412 pb) depuis un mois incite néanmoins à la prudence et au rachat de protection. Le segment des AT1 qui s'anime avec la première émission d'UBS, depuis la reprise de Crédit Suisse, offre encore une décote appréciable en comparaison des spreads sur les notations B.

Les actions terminent la semaine sans tendance claire. Les FANG s'adjugent néanmoins 3% alors que les petites valeurs américaines reculent de près de 4%. En Europe, le marché progresse légèrement grâce au couple croissance/qualité.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	3.08%	+5	-6	+31
EUR Bunds 10a	2.7%	-4	-4	+13
EUR Bunds 2s10s	-37.7bp	-9	+3	-17
USD Treasuries 2a	5.05%	+12	+0	+63
USD Treasuries 10a	4.63%	-1	+2	+76
USD Treasuries 2s10s	-42.4bp	-13	+2	+13
GBP Gilt 10a	4.31%	-7	-8	+64
JPY JGB 10a	0.87%	-1	-3	-19
EUR Spreads Souverains (10a)	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	57bp	-3	-5	+3
Italie	183bp	-8	-9	-31
Espagne	104bp	-2	-3	-4
Inflation Points-morts (10a)	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.38%	-2	-11	-17
USD 10a Inflation Swap	2.57%	-7	-2	+4
GBP 10y Inflation Swap	3.82%	-1	-6	-9
EUR Indices Crédit	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	153bp	-2	-10	-14
EUR Agences OAS	73bp	-3	-8	-6
EUR Obligations sécurisées OAS	78bp	-3	-11	-5
EUR High Yield Pan-européen OAS	466bp	-8	-13	-46
EUR/USD Indices CDS 5a	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	75bp	-3	-9	-16
iTraxx Crossover	407bp	-11	-34	-67
CDX IG	68bp	-3	-8	-14
CDX High Yield	436bp	-33	-59	-48
Marchés émergents	13-nov.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	431bp	+7	-20	-22
Devises	13-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.069	-0.280	1.694	-0.2
GBP/USD	\$1.225	-0.770	0.873	1.4
USD/JPY	JPY 152	-1.107	-1.437	-13.6
Matières Premières	13-nov.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$81.6	-\$3.6	-\$7.8	0.5
Or	\$1 937.7	-\$40.5	\$4.9	6.2
Indices Actions	13-nov.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 415	1.31	2.02	15.0
EuroStoxx 50	4 221	1.49	2.04	11.3
CAC 40	7 074	0.86	1.00	9.3
Nikkei 225	32 585	-0.38	0.83	24.9
Shanghai Composite	3 047	-0.39	-1.35	-1.4
VIX - Volatilité implicite	15.07	1.21	-22.00	-30.5

Source: Bloomberg, Ostrum AM

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 50 938 997 € – 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 de 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 ne constitue en aucun cas un engagement de la part de 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 analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

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.

Achevé de rédiger le ...14/11/2023

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com