

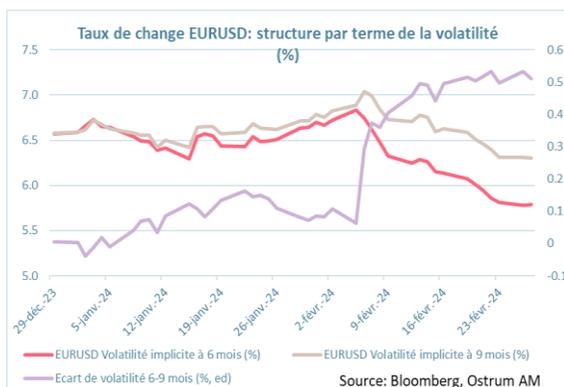
● Le thème de la semaine : La réduction du QT sera la première décision de la Fed

- En parallèle des hausses de taux, la Fed pilote la réduction de son bilan en ne réinvestissant qu'une partie des tombées de son portefeuille composé de Treasuries et de MBS ;
- Compte tenu des discussions budgétaires difficiles et du risque d'engorgement du marché des Treasuries, la Fed devrait abaisser de moitié les montants réinvestis ;
- Les liquidités ainsi libérées réduiraient le risque de tensions sur le marché du repo et la tuyauterie financière liée au financement du déficit fédéral américain ;
- La réduction du QT sera le premier signe d'allègement avant les baisses de taux envisagées à partir du mois de mai.

● La revue des marchés : Le rally jusqu'à quand ?

- Etats-Unis : croissance révisée à 3,2 % au 4T 2023;
- L'Euro Stoxx 50 comme alternative aux 7 Magnifiques ?
- Le Bund touche brièvement 2,50% ;
- Le rally du crédit s'essouffle.

● Le graphique de la semaine



L'élection présidentielle américaine sera sans nul doute un événement majeur de la fin d'année, d'autant que les positions tranchées de Donald Trump, probable candidat du camp républicain sont susceptibles d'engendrer une très forte volatilité sur les marchés financiers.

Le marché des changes semble déjà intégrer une volatilité plus forte après le scrutin du 5 novembre. La pente de la volatilité implicite du taux de change euro-dollar à l'horizon de 6 à 9 mois tend ainsi à s'accroître.

● Le chiffre de la semaine

0,72

Source : XXX

Il s'agit du taux de fertilité en Corée du Sud, contre 0,78 en 2022, c'est le taux le plus bas du monde.



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

La réduction du QT est la prochaine décision de la Fed

La Fed laisse présager un allègement de la politique monétaire en 2024. Si le marché semble se focaliser sur le nombre de baisses de taux, le premier geste de détente devrait concerner la politique quantitative. Une réduction de la vitesse d'amortissement du bilan est à l'étude depuis quelques mois. Nous pensons qu'une décision interviendra dès le FOMC de mars pour une mise en œuvre au printemps.

La politique de la Fed reste l'alpha et l'omega des marchés

The only game in town

The only game in town : C'est ainsi que Mohamed El-Erian qualifie la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine dans son livre de 2016. Il s'agit sans doute de la décision de politique économique la plus déterminante pour l'orientation des marchés financiers mondiaux. Les anticipations changeantes des prochains mouvements des Fed funds constituent une source de volatilité récurrente sur la courbe des taux en dollars, affectant, par conséquent, l'évaluation de l'ensemble des actifs financiers.

Le changement dans la communication de la Fed, intervenu en octobre 2023 a engendré des anticipations d'allègement monétaire allant jusqu'à 7 baisses de taux de 25 pb en 2024, soit une réduction à chaque FOMC à partir du mois de mars 2024. Mais si la politique de taux d'intérêt cristallise tous les commentaires, le premier geste d'assouplissement devrait provenir de la politique quantitative. Depuis le début du resserrement, la Fed a cessé de réinvestir l'intégralité des tombées de son portefeuille composé de Treasuries et de MBS (*mortgage-backed securities* ou créances adossées à des prêts immobiliers). Cette action réduit la liquidité disponible, dont les réserves bancaires.

La politique mise en œuvre depuis avril 2022 est calibrée de telle sorte que la Fed réduit passivement

ses avoirs en Treasuries de 60 Mds \$ chaque mois. Lorsque les remboursements sont inférieurs à ce seuil mensuel, la Fed ne vend pas le complémentaire. S'agissant des créances hypothécaires, l'objectif de 35 Mds \$ de diminution du portefeuille s'est révélé inatteignable, la remontée des taux freinant les remboursements anticipés. En effet, l'activité de refinancement hypothécaire ne représentait plus d'intérêt pour les emprunteurs ayant bénéficié de taux très bas en 2020-2021.

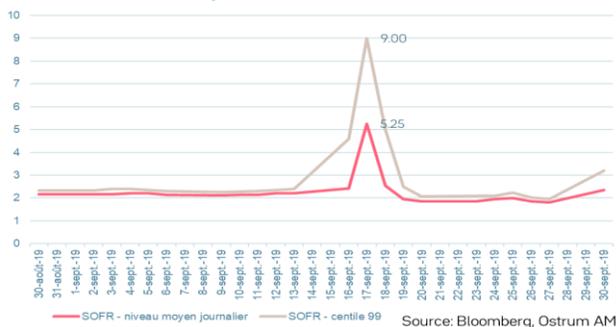
Depuis le printemps 2022, le portefeuille de Treasuries de la Fed a diminué de 943 Mds \$ au 14 février 2024. Le non-réinvestissement des échéances induit un besoin de financement supplémentaire pour l'État fédéral. L'appel à l'épargne est accru du montant désinvesti par la Banque centrale. En 2024, la politique actuelle induirait un besoin de financement supplémentaire de 720 Mds \$. Compte tenu d'un déficit prévisionnel aux alentours de 1600-1700 Mds \$ (le budget n'est pas encore bouclé à ce stade), le total à émettre approchera 2 500 Mds \$ cette année.

Le risque de tensions sur le marché du repo

Dans ce contexte, le risque d'engorgement du marché des Treasuries apparaît significatif. La tuyauterie financière fait correspondre le marché primaire (sur lequel le Trésor américain émet les obligations), le marché du repo (qui finance l'achat d'obligations) et les arbitragistes apporteurs de liquidité à travers des *trades* de base liant les obligations physiques aux contrats à terme (et distribuant les risques financiers).

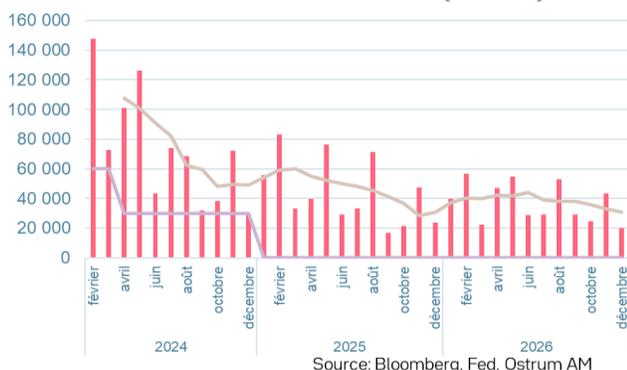
Le système financier international repose ainsi sur ce fragile équilibre. En septembre 2019, le marché du repo s'est soudainement tendu. La réduction des liquidités induite par le resserrement monétaire avait provoqué un excès de demande de liquidité à court terme, portant le taux SOFR au-delà des niveaux compatibles avec la politique voulue par la Fed. La Banque centrale était intervenue en achetant les titres surnuméraires (des T-bills principalement), afin de desserrer la contrainte de liquidité.

Tensions sur le repo de 2019 : SOFR - moyenne journalière et centile 99



L'État fédéral a une dette de 34 000 Mds \$. La notation de l'État a été dégradée l'an passé par Fitch alors que Moody's, comme le CBO, alertait sur les perspectives négatives pour les finances publiques. La stratégie de refinancement du Trésor s'est focalisée sur les maturités inférieures à 5 ans, ce qui implique un risque de refinancement significatif, si l'inflation empêchait les baisses de taux. La Fed a tout intérêt à minimiser le risque de tensions financières, pierre angulaire des marchés financiers. Le moyen le plus simple pour y parvenir est de réduire la cadence du resserrement quantitatif. Les montants non-réinvestis pourraient être réduits de moitié à 30 Mds \$ chaque mois. Cela épouserait assez fidèlement le profil des échéances de Treasuries détenus dans le portefeuille de la Fed (SOMA).

Bilan de la Fed - Echancier du SOMA (hors MBS)



La ligne violette reflète un scénario de ralentissement de la contraction du bilan à partir du mois d'avril. Un seuil abaissé à 30 Mds \$ resterait inférieur aux montants des maturités projetés jusqu'à la fin de l'année 2024 et ne nécessiterait pas de réductions complémentaires de l'encours de T-bills détenus. Cette annonce pourrait intervenir lors du FOMC du mois de 20 mars. Le biais restrictif de la politique

monétaire sera réduit.

Par ailleurs, Christopher Waller, gouverneur de la Fed, a évoqué des changements dans la composition du portefeuille du SOMA. La Fed n'aimerait détenir que des Treasuries and n'assumer aucun risque de taux ou crédit au travers des MBS. Une évolution possible de la politique de réinvestissement serait de réinvestir les tombées uniquement en T-bills ou obligations à court terme. Cela aiderait aussi le Trésor à faire face à ses échéances de refinancement sur les deux prochaines années en amplifiant l'impact des probables baisses de taux à venir. Des ventes actives de MBS pour accélérer la recomposition du portefeuille restent cependant peu probables.

La calibration du resserrement quantitatif doit également tenir compte du montant de liquidités nécessaires au bon fonctionnement du système financier compatible avec les exigences réglementaires. Les réserves bancaires totalisent aujourd'hui environ 3 500 Mds \$, soit quelque 15 % du bilan des banques commerciales. La moyenne observée depuis 2008 correspondrait à 3 000 Mds \$. On atteint ce total de 3 000 Mds \$ après 9 mois à 30 Mds \$. Ainsi, une réduction de moitié du QT à partir du mois d'avril aurait le double avantage de réduire le biais restrictif de la politique monétaire, tout en normalisant à terme l'excédent de liquidités dans le système financier.

Fed : Réserves bancaires (Mln \$)



Conclusion

La Fed réduit son portefeuille de titres à une vitesse prédéterminée de 95 Mds \$ par mois au maximum, dont 60 Mds \$ pour les Treasuries. La situation politique délétère, liée à l'élection présidentielle de l'automne et à un déficit fédéral important, milite pour une rédu-

ction à 30 Mds \$ par mois des montants non-réinvestis, afin d'éviter le retour de tensions sur le marché du repo et un engorgement du marché obligataire américain. Il s'agit là de la première décision concrète d'allègement de la politique monétaire, avant les baisses de taux qui devraient intervenir à partir de juin.

Axel Botte

• La revue des marchés

Le rally jusqu'à quand ?

Après un début d'année en fanfare, le rally des actifs risqués faiblit en fin de mois. L'inflation reste une préoccupation.

Les deux premiers mois de l'année se soldent par une très bonne performance des actifs risqués. L'Euro Stoxx 50 concurrence le Nasdaq. A l'instar des 7 magnifiques outre-Atlantique, les plus grandes capitalisations offrent une bonne visibilité sur leurs marges bénéficiaires pour des multiples de valorisation inférieurs à la technologie américaine. Ces valeurs de croissance ont résisté à la remontée des taux à long terme consécutive à la révision des anticipations de taux directeurs. La croissance forte aux Etats-Unis et, plus encore, l'inertie de l'inflation réduisent les anticipations d'allègement monétaire. Les Banquiers centraux continuent d'appeler à la prudence. Leur message a permis de réaligner les anticipations avec la trajectoire projetée par la Fed et de réduire la probabilité d'un mouvement rapide de la BCE. Le T-note à 10 ans oscille autour de 4,30 %. En zone euro, le niveau de 2,50 % sur le Bund a ravivé l'intérêt des investisseurs.

La deuxième estimation du PIB américain au 4^{ème} trimestre ressort à 3,2 %. La consommation privée a été revue en hausse à 3 % comme le logement. Les dépenses d'équipement apparaissent décevantes, compte tenu du rebond de l'investissement des entreprises en structures (+7,5 %). Le solde extérieur apporte 0,3 pp de croissance. Les données de janvier indiquent un ralentissement de la consommation des ménages (-0,1% en termes réels). La confiance des ménages semble affectée par la situation politique délétère. Cependant, le revenu nominal mensuel progresse d'1%, ce qui présage d'un rebond en février. Le déflateur ressort à 2,4%. L'ISM manufacturier recule en revanche à 47,8. En zone euro, les PMI mensuels attestent d'une amélioration conjoncturelle. Le secteur manufacturier semble sortir graduellement de l'ornière. A l'instar de l'IPC américain de janvier, l'inflation de la zone euro tarde à se modérer. La hausse de l'indice des prix atteint 2,7 % en février, voire 3,1 % hors éléments volatiles.

La tendance sur les marchés demeure très positive.

Le relèvement des anticipations de taux n'aura pas engendré de défiance envers les actifs risqués. Le fort rebond depuis fin octobre avait pourtant été largement alimenté par les espoirs d'allègement monétaire. Les actions européennes gagnent jusqu'à 8 % pour l'Euro Stoxx 50 qui se pose en alternative aux 7 magnifiques. Le Nikkei marque des records historiques au niveau des 40 000 points grâce à un yen toujours faible (150 contre le billet vert). Aux Etats-Unis, la saison des résultats se termine avec davantage de surprises favorables sur les bénéficiés que sur les ventes. Les bénéficiés montent de 7% sur un an.

Sur les marchés de taux, le T-note s'équilibre autour de 4,30 % en fin de semaine. Les anticipations du marché sont désormais en ligne avec les projections du FOMC. On note une légère pression à la repentification de la courbe. Le Bund suscite des intérêts acheteurs autour de 2,50 %. Il semble peu probable de retrouver le niveau de 3 % qui avait coïncidé avec les sommets au-delà de 5% sur le 10 ans américain. Parallèlement les swap spreads se rétrécissent à 35 pb. Les spreads souverains sont stables à des niveaux réduits. Le succès d'émission des BTP Valore (plus de 18,3 Mds € demandés) contribue au resserrement des spreads sur le BTP italien (143 pb). Les maturités des BTP Italia, en avril et octobre, permettront au Trésor de solliciter de nouveau l'épargne des ménages. L'OAT se maintient sous les 50 pb à 10 ans. Le marché semble toujours ignorer le risque de dégradation (des perspectives) alors que Moody's et Fitch actualiseront leurs opinions le 26 avril.

Le marché du crédit consolide sur des niveaux serrés. Le spread contre swap du crédit européen remonte à 86 pb. Les flux sur les ETF spécialisés indiquent des prises de profit. Le niveau de l'iTraxx (55 pb) semble cependant indiquer qu'un potentiel de resserrement subsiste. La performance du high yield s'estompe également après une réduction de 50 pb des primes depuis le début de l'année.

Enfin, le billet vert reste sur ses points hauts avec un euro aux alentours d'1,08 \$. A l'opposé, le yen replonge. La BoJ peine à convaincre les marchés d'une sortie rapide de la politique de taux négatifs.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Bunds 2a	2.87%	-5	+30	+47
EUR Bunds 10a	2.39%	-5	+15	+36
EUR Bunds 2s10s	-48.7bp	0	-16	-10
USD Treasuries 2a	4.55%	-17	+18	+30
USD Treasuries 10a	4.2%	-8	+18	+32
USD Treasuries 2s10s	-35.2bp	+9	0	+2
GBP Gilt 10a	4.09%	-7	+18	+56
JPY JGB 10a	0.72%	+3	-7	-20
EUR Spreads Souverains (10a)	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
France	48bp	+1	+1	-5
Italie	144bp	-2	+0	-24
Espagne	88bp	-1	+1	-8
Inflation Points-morts (10a)	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.22%	+4	+3	+9
USD 10a Inflation Swap	2.51%	+2	+9	+10
GBP 10y Inflation Swap	3.62%	+3	+3	+9
EUR Indices Crédit	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
EUR Credit IG OAS	121bp	+3	-12	-17
EUR Agences OAS	63bp	+1	-6	-7
EUR Obligations sécurisées OAS	69bp	0	-9	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	351bp	+6	-91	-48
EUR/USD Indices CDS 5a	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
iTraxx IG	54bp	0	-5	-4
iTraxx Crossover	301bp	-4	-27	-13
CDX IG	52bp	-1	-3	-5
CDX High Yield	335bp	-6	-19	-21
Marchés émergents	4-mars-24	-1sem (pb)	-1m(pb)	2024 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	369bp	-5	-32	-15
Devises	4-mars-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
EUR/USD	\$1.085	0.028	1.015	-1.7
GBP/USD	\$1.268	-0.008	1.109	-0.4
USD/JPY	JPY 150	0.293	-1.138	-6.2
Matières Premières	4-mars-24	-1sem (\$)	-1m(\$)	2024 (%)
Brent	\$83.5	\$1.8	\$6.4	8.7
Or	\$2 084.8	\$56.0	\$59.1	1.1
Indices Actions	4-mars-24	-1sem (%)	-1m(%)	2024 (%)
S&P 500	5 137	0.95	3.60	7.7
EuroStoxx 50	4 907	0.87	5.42	8.5
CAC 40	7 933	0.04	4.48	5.2
Nikkei 225	40 109	2.23	10.93	19.9
Shanghai Composite	3 039	2.09	11.32	2.2
VIX - Volatilité implicite	13.53	-1.53	-2.31	8.7

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 ...04/03/2024

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