

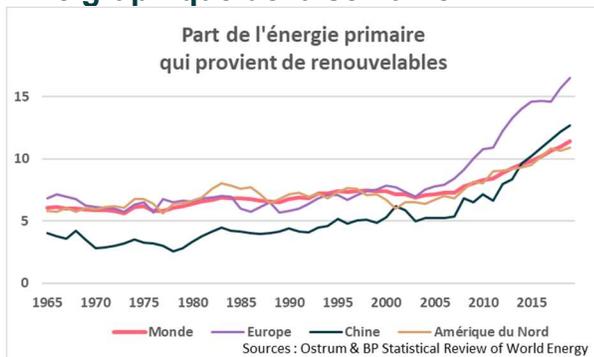
● Le thème de la semaine : qui veut acheter des milliards (de Treasuries) ?

- Avec le plan Biden le déficit américain devrait avoisiner 4 000 Mrds de dollar cette année. Puis 1 000 Mrds par an sur cinq ans à en croire le CBO.
- Qui va acheter ce tsunami de Treasury à venir ? Les étrangers ne sont plus acheteurs nets depuis plusieurs années. Il est peu probable que la demande domestique suffise.
- Reste un acteur : la Fed. Cela suggère que le QE devra se prolonger et que la Fed va agir comme « acheteur de dernier ressort ». Si c'est le cas c'est aussi elle, dans une large mesure, qui fixera les prix.

● La revue des marchés : Le marché teste la Fed

- Le T-note touche brièvement 1,60 %
- Le Nasdaq corrige de 5 %, rebond du billet vert
- Le pétrole poursuit sa hausse avant l'OPEP
- Le crédit résiste

● Le graphique de la semaine



Trend profond de l'économie mondiale : après être resté stable entre 1965 et 2000, la part des énergies renouvelables a régulièrement progressé dans le monde depuis le début de ce siècle.

Le bon élève sur ce graphique est l'Europe, plus haut niveau (16,5 % en 2019) et la plus forte progression (+8,7 % depuis 2000).

Mais il ne faut surtout pas oublier la Chine qui a plus que doublé sa part de renouvelable depuis 2000, une part qui a progressé sur cette période deux fois plus vite que dans le reste du monde. Si l'emprunte carbone de la Chine continue de progresser, l'intensité carbone de la croissance s'effondre. La Chine est proche d'inverser la tendance.

● Le chiffre de la semaine

0

Source : Ostrum AM

Le coupon payé par l'emprunt 5-ans émis par l'Italie jeudi dernier. Une première historique. Nous parlions de baisse du service de la dette italienne. Voilà un exemple bien concret.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés



Axel Botte
Stratégiste international



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés

• **Thème de la semaine**

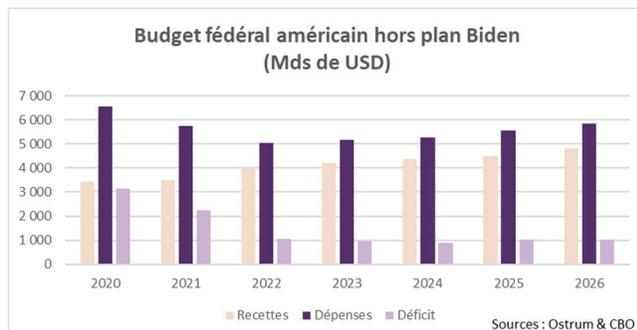
Qui veut acheter des milliards (de Treasuries) ?

Le déficit budgétaire américain colossal va donner lieu à une émission d'emprunts record. Nous regardons l'autre côté de l'équation : qui va acheter ces milliards de dette à venir ? La réponse est simple, il semble que la Fed, dont le bilan peut s'étendre à l'infini, sera obligée de faire le gros du travail. C'est donc, aussi, elle qui fixera les prix.

Un déficit abyssal à financer

Il faut garder à l'esprit que, malgré une économie très dynamique, l'administration Trump avait mis en place une relance budgétaire ambitieuse qui avait creusé le déficit bien avant que le Covid ne fasse son apparition.

Le Congressional Budget Office, ou Bureau du budget du Congrès américain, est une agence fédérale qui fait référence en termes d'analyse budgétaire. Elle a publié récemment une mise à jour de la trajectoire budgétaire pour l'état fédéral américain (voir « The Budget and Economic Outlook: 2021 to 2031 » 11 février, disponible sur : <https://www.cbo.gov/publication/56970>). Le Bureau attend un déficit de 2 258 milliards en 2021 après 3 132 milliards en 2020. Mais ces chiffres ont été calculés à partir des dispositions légales passées jusqu'au 1^{er} février de cette année. Ils n'incluent donc pas les 1 900 milliards du plan de relance Biden qui pousseront le déficit aux alentours de 4 000 milliards.

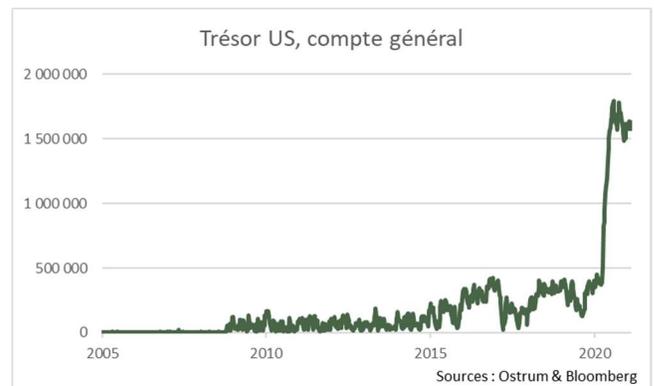


Il faut aussi noter que le déficit ne disparaît pas par la suite, il reste de presque 1 000 milliards par an en moyenne sur les cinq années qui suivent. Au total c'est donc 9 000

milliards à financer sur 6 ans. Des chiffres fous, pour donner un ordre de grandeur rappelons que le PIB des Etats-Unis en 2020 était de 21 000 milliards.

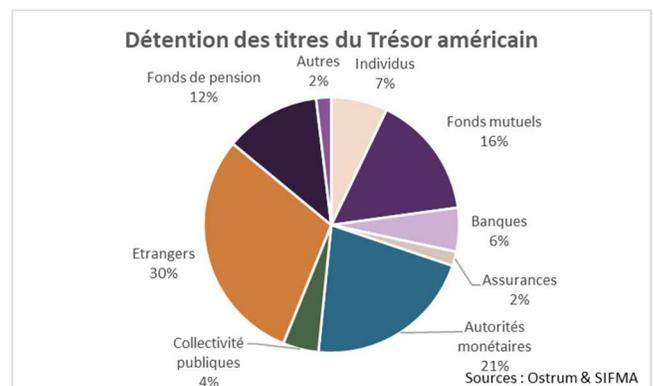
Il s'agit donc de montant très conséquents à financer par le gouvernement fédéral.

Pour être complet néanmoins il faut aussi noter que le Trésor américain a un dépôt de liquidité à la Fed de plus de 1 500 milliards de dollars. C'est, de facto, le compte courant du Trésor américain où il conserve ses liquidités. Ce montant est anormalement élevé et la nouvelle Secrétaire du Trésor, Janet Yellen, veut utiliser ces liquidités. C'est donc, à peu près 1 000 milliards de déficit qui sont préfinancés et qu'il faut retirer des prévisions d'émission. C'est loin du total, mais c'est toujours ça.



Résumons : un déficit avec le plan Biden de 4 Tr de dollar cette année mais avec 1 Tr préfinancé c'est donc 3 Tr de besoin de financement, un ordre de grandeur proche de l'année dernière. Puis 1Tr par an sur cinq ans à en croire le COB.

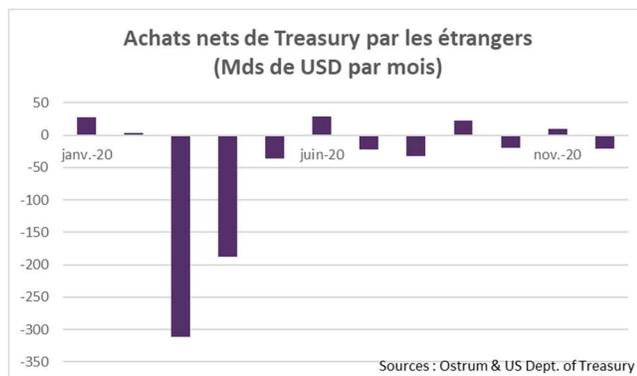
Il va falloir trouver des « poches profondes » comme on dit à Wall Street pour absorber tout ce papier. En attendant, et d'après les données de SIFMA, voici comment se répartissait à la fin septembre 2020 la détention des 24 026 milliards de titres du Trésor américain.



Les étrangers n'en veulent plus

Premier candidat pour absorber cette offre pléthorique : les investisseurs étrangers.

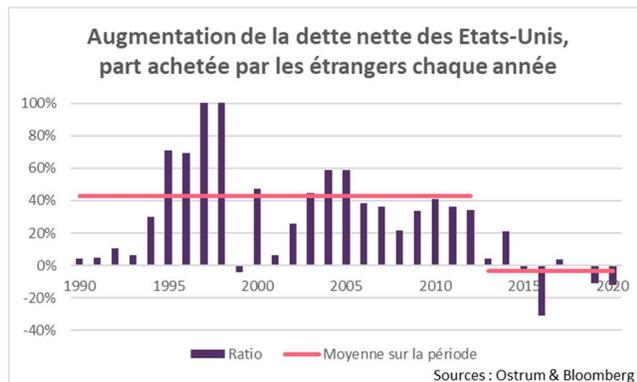
Le Trésor américain fournit, sur une base mensuelle, les « TIC » c'est-à-dire les achats et avoirs par les étrangers de produits de taux y compris les Treasury. Malheureusement ces données n'envoient pas un signal très réconfortant. Sur l'année dernière les étrangers étaient vendeurs nets de 540 milliards. Certes ce chiffre doit beaucoup aux ventes massives (et totalement inhabituelles) de mars et avril lorsque les investisseurs étrangers ont eu besoin de réaliser leurs avoirs en dollar.



Sur une période plus longue néanmoins, on obtient le même signal : un manque d'appétit incontestable des étrangers. Si les étrangers ont absorbé 50 % de l'offre nette de papier fédéral entre 1995 et 2012, la proportion est tombée à zéro depuis.

Depuis 2015 les étrangers sont vendeurs nets de dette publique

Sur la période 2015-2020 ils sont même vendeurs nets. En conséquence la détention de dette fédérale par les étrangers est passée, d'après nos calculs, de 35% du total au milieu de la dernière décennie à 25% en décembre 2020.



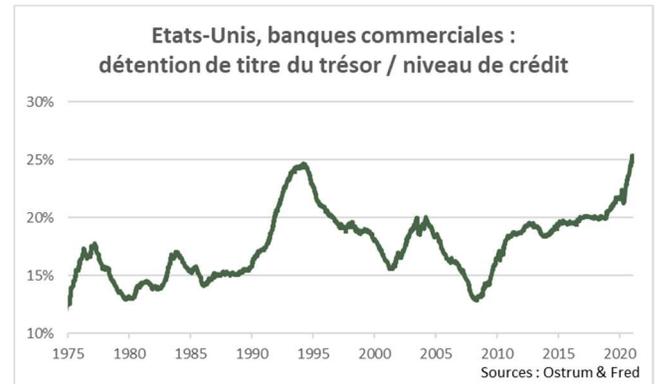
Sauf changement très marqué et durable d'attitude des étrangers, il est donc peu probable qu'ils absorbent une partie significative de l'offre à venir.

Les investisseurs privés américains ?

Premier candidat pour acheter tout ce papier, les banques.

La détention de titres du trésor par les banques a progressé de plus de 750 milliards sur les cinq dernières années. Malheureuse, s'il s'agit d'un candidat intéressant, le graphique ci-dessous montre le problème. Les banques ont effectivement beaucoup acheté de titres d'état et ceux-ci constituent maintenant une part très importante de leur actif.

Il est très peu probable qu'elles souhaitent faire progresser cette proportion beaucoup plus. Les achats vont, en toute probabilité se tasser.

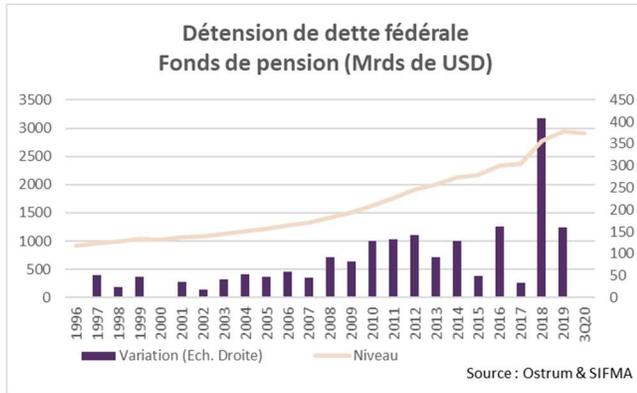


Essayons les fonds de pension.

Même histoire, une part importante dans la détention des titres émis, une progression là aussi supérieure à 700 milliards sur les cinq dernières années. Malheureusement là aussi les perspectives sont peu encourageantes.

Il faut revenir sur l'historique des fonds de pensions américains sur la décennie passée. Suite à la grande récession au début de la décennie dernière beaucoup de ces fonds se sont retrouvés avec un taux de couverture de leur passif inférieur à 100%. Beaucoup ont pris des paris actifs sur les marchés actions ce qui leur a permis tout au long de la décennie d'améliorer leur ratio de couverture. Beaucoup de ces fonds sont revenus sur un niveau de couverture adéquat vers la fin de la décennie, ils ont donc fixé ces profits en rachetant des produits de taux fixe, essentiellement des Treasury long (ou assimilé). Ceci explique en particulier le saut de 2018.

Mais si cette histoire est vraie, la détention de Treasury est élevée et n'aurait pas vertu à s'accroître.



Restent les fonds mutuels.

Ils sont d'ailleurs les plus gros porteurs privés domestiques puisqu'ils possèdent 16 % de la dette comme le montre le camembert en page précédente.

Les achats des fonds mutuels sont beaucoup plus instables dans le temps mais ils ont représenté plus de 1 000 milliards sur les trois premiers trimestres de l'année 2020. Nous parlions plus haut des 1 500 milliards de liquidités déposées par le Trésor à la Fed, si ces liquidités sont effectivement utilisées elles reviendront dans l'économie et il est fort

La demande domestique privée ne semble pas suffisante pour absorber le tsunami d'émissions

probable qu'une partie soit théorisée sous forme de fonds mutuels. Non seulement les achats ont donc été dynamique, mais on peut donc raisonnablement penser que la tendance peut se poursuivre sur 2021.

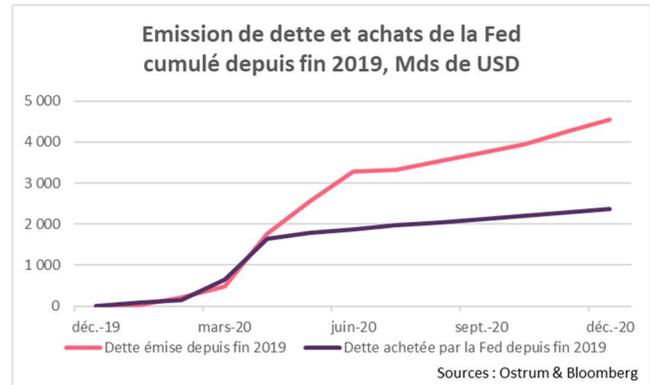
Tout ceci néanmoins nous laisse bien loin des 3 Tr nécessaire pour financer les besoins de l'état fédéral cette année. La demande domestique de papier fédéral a donc été soutenue ces dernières années mais pour des raisons qui ne nous semblent pas vraiment pérennes. Il est assez difficile d'imaginer que ces acteurs seront capables d'absorber le tsunami à venir.

Conclusion : la Fed, acheteur de dernier ressort

Il reste donc un acteur : la Fed. La bonne nouvelle c'est que la Fed a un bilan expansible à l'infini, ce qui fait bien d'elle le candidat rêvé.

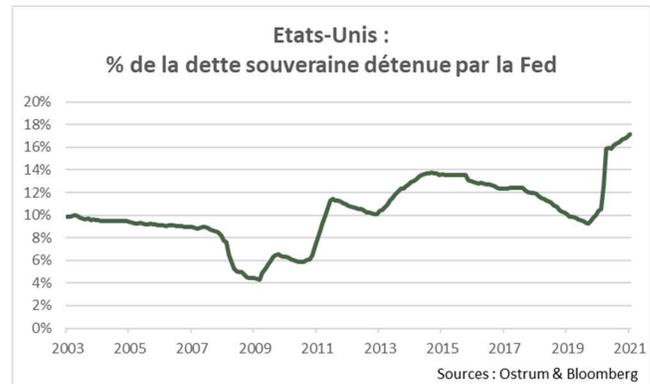
Pour revenir sur l'année dernière, la dette américaine a

progressé de 4 546 milliards de dollars, la détention de dette par la Fed a, elle, progressé de 2 360 milliards. La Fed a donc acheté un peu plus de la moitié de l'émission nette sur l'année. A noter toutefois que, après une orgie d'achats en mars-avril, presque 1,5 Tr d'achats en deux mois, le rythme s'est ralenti par la suite. Sur la seconde partie de l'année, la proportion achetée par la Fed a baissé à 38%.



La Fed est donc de très loin l'acheteur marginal le plus important.

Résultat, la part de la Fed dans la détention de dette souveraine a rebondi, atteindre 17,2% fin janvier 2021. Un record.



La solution est donc en toute probabilité là. L'absorption de la dette se fera, dans une très grande partie par la Fed. A minima, elle sera très majoritairement l'acheteur marginal non seulement cette année mais probablement aussi les années suivantes. Dit autrement on imagine mal une fin du QE cette année. Une prolongation sur les années suivantes paraît plausible.

Autre conclusion, si la Fed est l'acheteur marginal, c'est aussi elle qui fixera le prix marginal.

Stéphane Déo

- **La revue des marchés**

Le marché teste la Fed

Le T-note touche 1,60 % entraînant une correction sur les actions. Le billet vert remonte. Le crédit résiste.

Les tensions sur les taux américains sont déterminantes pour la plupart des marchés d'actifs risqués. Sur le T-note, février 2021 affiche le pire rendement total mensuel (-2,73 %) depuis janvier 2009. Le 10 ans a connu une forte accélération haussière jusqu'à 1,60 % en séance mercredi déclenchant une baisse forte du Nasdaq. Malgré l'accalmie de vendredi (1,40 % en clôture), la nervosité des intervenants est palpable. Le sommet des taux aura aussi coïncidé avec un point bas sur le dollar. Le billet vert reste le baromètre ultime de l'aversion pour le risque. Le rebond motivé par des rendements réels plus élevés remet en cause l'engouement pour les cryptomonnaies ou les valeurs de croissance richement valorisées. Par ailleurs, les gestions (dites 'risk-parity') allouant selon les risques relatifs entre classes d'actifs sont perturbées par la hausse conjointe des volatilités des actions et des taux, ce qui tend à accentuer le repli vers le monétaire. L'ajustement des actions pourrait désormais faire tache d'huile sur le crédit. La perception d'un durcissement des conditions financières est de nature à produire un mouvement homothétique des taux vers les spreads. Mais, pour l'instant, les marchés du crédit ont bien résisté aux tensions sur les taux sans risque.

L'argument liant le décrochage des indices actions à la hausse des taux restera valide cette semaine mais la narrative intégrera aussi les bonnes publications économiques américaines. L'ISM manufacturier indique la poursuite d'un cycle industriel solide, à peine perturbé par les événements climatiques et l'arrêt temporaire de sites de production pétrolière. Les prix de l'or noir ont de nouveau bondi la semaine passée (Brent 64\$) en amont de la réunion de l'OPEP. Le cartel avait annoncé une plus forte réactivité aux prix et une hausse de la production de brut semble pleinement justifiée. Les tensions politiques entre les Etats-Unis et l'Arabie Saoudite pourraient cependant peser dans la décision du Royaume. Parallèlement, la consommation réelle des ménages s'est envolée de 2 % en janvier. Le déflateur de la consommation remonte à 1,5 %. Le secteur du logement demeure solide avec une forte progression des ventes de maisons neuves et une accélération des prix au-delà de 10 % sur douze mois. Les commandes de biens durables confirment la reprise de l'investissement. Cela est de bon augure pour l'emploi. La vaccination reste néanmoins cruciale pour réduire l'excès de chômage concentré dans les secteurs liés au tourisme.

En termes de stratégie, la très forte volatilité des taux traduit la difficulté des Banques Centrales à maintenir leurs

politiques de répression financière alors que l'inflation et l'activité économique se redressent. Une position d'attente paraît justifier. Les rachats de Treasuries vendredi semblent attribuables aux ajustements de sensibilité en fin de mois. Les marchés vont continuer à tester l'engagement de la Fed à laisser dériver l'inflation. Le déficit de crédibilité actuel résulte des appels maintes fois répétés à une politique budgétaire plus active prenant le relais d'une politique monétaire à bout de souffle. Pour cette raison, il est peu probable que la Fed maintienne le statu quo monétaire jusqu'en 2023. Les maturités intermédiaires (5-7 ans) sont les plus attaquées. La faiblesse de la demande à l'adjudication de 7 ans aux Etats-Unis témoigne du dilemme auquel la Fed est confrontée. Cette transaction s'est soldée avec une amplitude ('tail') de taux offerts à l'adjudication de plus de 4pb, un niveau inédit depuis 2013. La courbe des taux change aussi de dynamique. La hausse de la volatilité favorise la mise en œuvre de stratégies d'aplatissement. Le spread 5-30 ans s'est brutalement réduit de 20pb la semaine passée, ce qui est cohérent avec la stabilisation des points morts d'inflation malgré l'envolée du pétrole. En zone euro, la BCE n'a pas manqué d'intervenir verbalement pour limiter la hausse des taux. Les interventions hebdomadaires (arrêtées à mercredi) ne rendent pas totalement compte de l'activité de la Banque Centrale, par manque d'informations sur la répartition géographique et le choix des maturités. La flexibilité du QE (PEPP, APP) permet en outre des achats ciblés en cas de tensions. Le Bund s'est échangé jusqu'à -0,20 % et ce mouvement s'est initialement décliné sur les spreads souverains ramenant le BTP italien au-delà du seuil des 100pb à 10 ans. L'Italie devrait lancer son premier emprunt vert cette semaine. L'Allemagne émettra une deuxième souche en mai avec un nouveau 30 ans.

La hausse des rendements provoque des réallocations d'actifs par les investisseurs finaux. Aux Etats-Unis comme en zone euro, les fonds de crédit, de dette émergente en dollars ou encore de high yield enregistrent des sorties de fonds. Les spreads de crédit s'écartent légèrement. L'investissement grade en euros s'élargit de 3pb contre Bund à 89pb. Le high yield sous-performe (+6pb sur la semaine) mais conserve l'essentiel du rally de février (-34pb).

La tendance s'inverse sur les actions. Le Nasdaq a corrigé de 5% et seule l'énergie (pétrole en hausse, faible bêta) surnage. Le VIX a retouché 30 % trois fois dans la semaine. En zone euro, la pentification de la courbe des taux profite aux banques qui reprennent 20 % sur un mois contre 3 % pour l'EuroStoxx. Les matières premières et les cycliques bénéficient du rebond du billet vert. Enfin, la faiblesse du yen (107 contre dollar) entraîne un rebond du Nikkei. L'indice nippon est le plus performant en 2021 (+8 %) parmi les principaux indices (+1,5 % pour le S&P, +3,5 % pour l'EuroStoxx 50 et 2,3 % à Shanghai).

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.69 %	0	+4	+1
EUR Bunds 10a	-0.33%	+1	+18	+24
EUR Bunds 2s10s	35 bp	+1	+15	+22
USD Treasuries 2a	0.13 %	+2	+2	+1
USD Treasuries 10a	1.44 %	+8	+37	+53
USD Treasuries 2s10s	132 bp	+6	+34	+52
GBP Gilt 10a	0.76 %	+8	+44	+56
JPY JGB 10a	0.16 %	+3	+10	+13
EUR Spreads Souverains (10a)	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	24 bp	-1	+0	+1
Italie	99 bp	+6	-14	-12
Espagne	66 bp	-1	+5	+4
Inflation Points-morts (10a)	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	101 bp	+7	+4	-
USD TIPS	217 bp	+1	+8	+19
GBP Gilt Indexés	337 bp	+9	+26	+37
EUR Indices Crédit	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	89 bp	+3	-2	-3
EUR Agences OAS	39 bp	+0	-2	-2
EUR Obligations sécurisées OAS	29 bp	-1	-3	-3
EUR High Yield Pan-européen OAS	318 bp	+6	-30	-40
EUR/USD Indices CDS 5a	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	49 bp	+0	-3	+1
iTraxx Crossover	249 bp	-1	-18	+8
CDX IG	53 bp	+1	-2	+3
CDX High Yield	295 bp	-3	-20	+2
Marchés émergents	01-Mar-21	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	359 bp	+13	0	+7
Devises	01-Mar-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.204	-0.97	-0.17	-1.45
GBP/USD	\$1.391	-1.07	+1.83	+1.78
USD/JPY	¥106.83	-1.64	-1.78	-3.35
Matières Premières	01-Mar-21	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$63.4	-\$0.9	\$7.3	\$11.6
Or	\$1 725.6	-\$84.1	-\$135.2	-\$172.8
Indices Actions	01-Mar-21	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	3 894	0.45	3.19	3.67
EuroStoxx 50	3 707	0.18	4.98	4.33
CAC 40	5 793	0.44	6.06	4.35
Nikkei 225	29 664	-1.18	4.59	8.09
Shanghai Composite	3 551	-2.50	0.50	2.26
VIX - Volatilité implicite	23.60	0.64	-21.96	3.74

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

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 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 01/03/2021

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