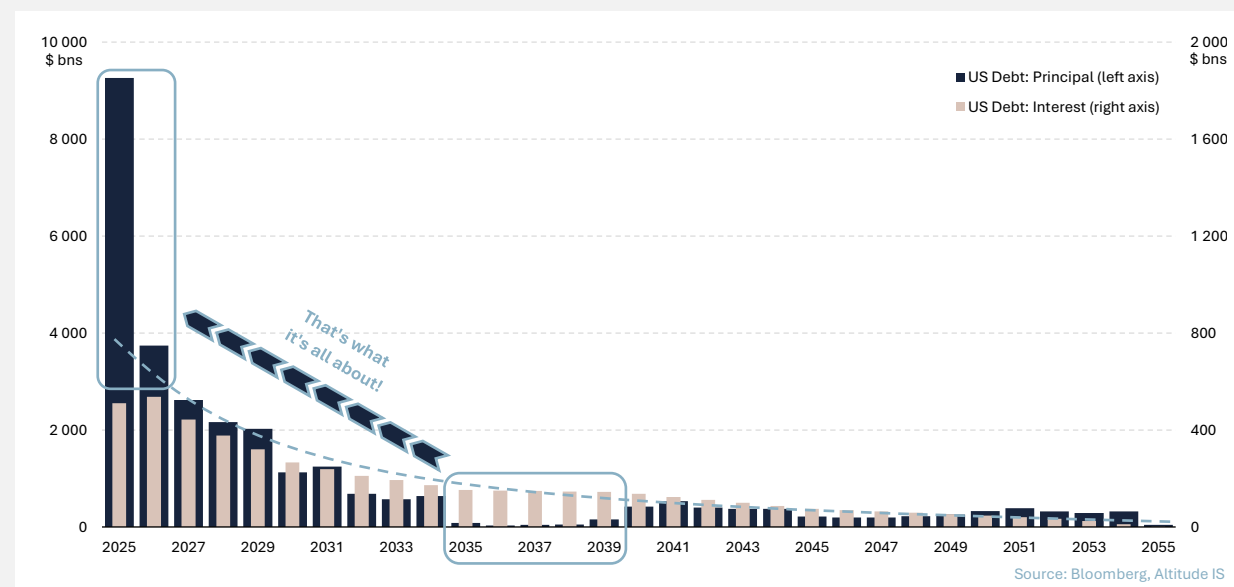


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 3 mars 2025

"YELLEN LA MAGICIENNE, BESENT LE SEIGNEUR DE GUERRE ?"

- Les États-Unis jouissent d'une situation exceptionnelle pour placer leur dette souveraine
- Malgré cela, ils ne parviennent plus à émettre à long terme sans créer de tensions
- Quelles sont les options possibles, pour le Trésor mais aussi pour la Fed ?
- Comment les investisseurs obligataires cherchent-ils à se positionner ?

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les difficultés de financement deviennent difficiles à ignorer"



ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La dette n'est pas un problème en soi, car elle permet le financement d'activités lucratives futures. Elle ne devient problématique que si elle finance des projets non rentables ou si son important volume met à risque la solvabilité de l'émetteur. Nous avons régulièrement détaillé les quatre moyens de résoudre une situation de surendettement : plus de croissance, plus d'inflation, moins de déficit, des taux d'intérêt plus bas. Si aucune stratégie ne fonctionne, alors les Etats doivent choisir entre un défaut de paiement ou une monétisation de la dette. La plupart du temps, ils optent pour la seconde option, forçant la banque centrale à agir sous l'emprise du Trésor, d'où le terme de dominance fiscale : imprimer de la monnaie pour acheter la dette publique autant que nécessaire.



Dans le cas des trois principales zones développées, États-Unis, Zone Euro et Japon, la dette souveraine est devenue un problème à mesure que les déficits publics excessifs venaient l'alimenter (cf. Fig. 2 & 3). Au cours des trois dernières décennies, la crise bancaire japonaise, la crise des subprimes, la crise de la dette européenne et la crise du covid ont incité les gouvernements à dépenser au-delà de leurs moyens. En empruntant le capital des générations futures, ils ont dégradé la qualité de leur signature et mis à risque leur solvabilité.

Fig. 2 – Déficit public des pays développés

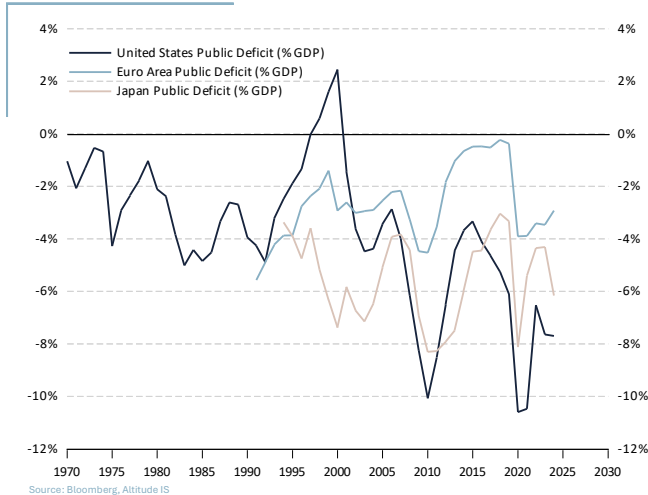
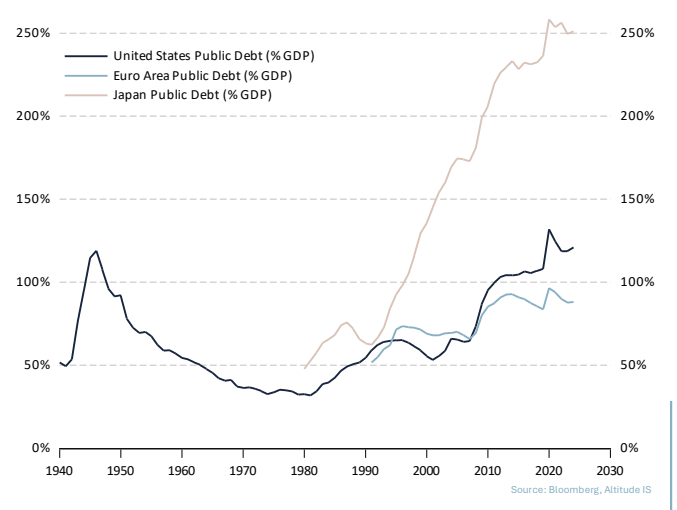


Fig. 3 – Endettement public des pays développés



Le Japon a déjà franchi la ligne rouge. Depuis 2021, sa banque centrale vient pallier la faiblesse de la demande pour les obligations gouvernementales. La BoJ n'a eu d'autre choix que d'acheter près de la moitié des émissions de JGBs, se positionnant de facto comme acheteur en dernier ressort. L'empire du Soleil-Levant ne fera donc pas défaut mais le yen a entamé une forte dévaluation qui n'en est qu'à ses débuts (cf. Fig. 4).

Fig. 4 – Taux de change réel USD/JPY

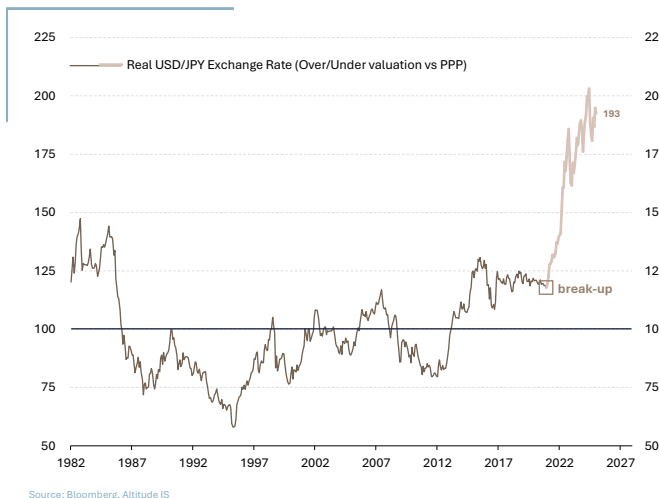
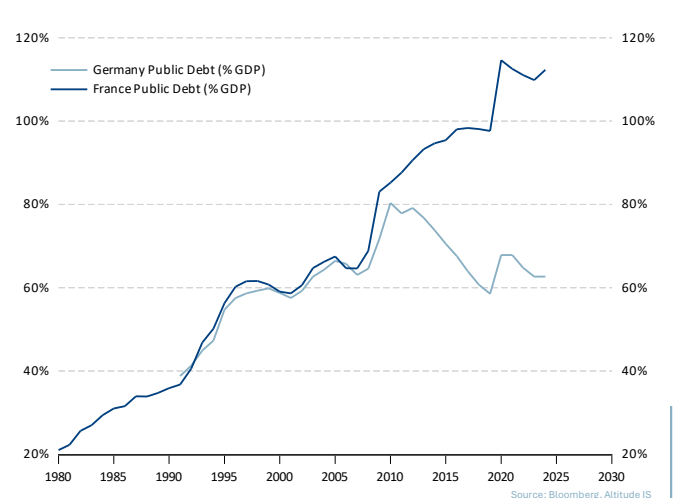


Fig. 5 – Endettement public : Allemagne & France



L'Europe a connu des temps difficiles entre 2010 et 2012, lorsque l'endettement des pays périphériques avait atteint un point de rupture. Il avait fallu l'intervention de la Banque centrale européenne (le



désormais célèbre "*whatever it takes*" de Mario Draghi) et la mise en œuvre de puissantes mesures d'austérité pour que la panique se résorbe. Depuis, certains pays vertueux, comme l'Allemagne, ont réduit leur ratio d'endettement mais d'autres, comme la France, ont continué à laisser déraiser les leurs (cf. Fig. 5). **Le risque d'un nouvel épisode de crise est donc très probable.**

Les États-Unis jouissent d'une situation exceptionnelle. En tant que première puissance économique, militaire, diplomatique et financière mondiale, le pays de l'Oncle Sam jouit d'un avantage incomparable : les investisseurs du monde entier considèrent les bons du Trésor américain comme "l'actif sans risque". Ils y souscrivent massivement, favorisant un faible niveau des taux d'intérêt. Malgré cela, depuis quelques années, les États-Unis commencent à rencontrer des difficultés pour répartir comme il le faudrait leurs emprunts publics. La ventilation de la dette américaine est pire que celle du Japon : 45% des obligations ont des échéances inférieures à 2 ans. **La situation n'est pas encore critique mais elle devient préoccupante.**

Effectuons quelques rappels historiques chiffrés. Entre 2022 et 2023, la hausse des taux d'intérêt de la Fed a rendu attractifs les T-bills (maturités inférieures à 2 ans). Cela n'avait plus été le cas depuis la période de taux d'intérêt zéro (ZIRP) et de création monétaire exceptionnelle (QE, cf. Fig. 6). Les investisseurs leur ont accordé une place de choix dans leur allocation d'actifs, raison pour laquelle la demande pour les *money market funds* s'est envolée. Ces derniers gèrent actuellement près de 7'000 milliards de dollars, contre 4'500 il y a trois ans (cf. Fig. 7). La contrepartie de ce phénomène est que les investisseurs ont délaissé les obligations à maturité plus longue : T-notes (maturités comprises entre 2 et 10 ans) et T-bonds (maturités supérieures à 10 ans).

Fig. 6 – Politique monétaire de la Fed

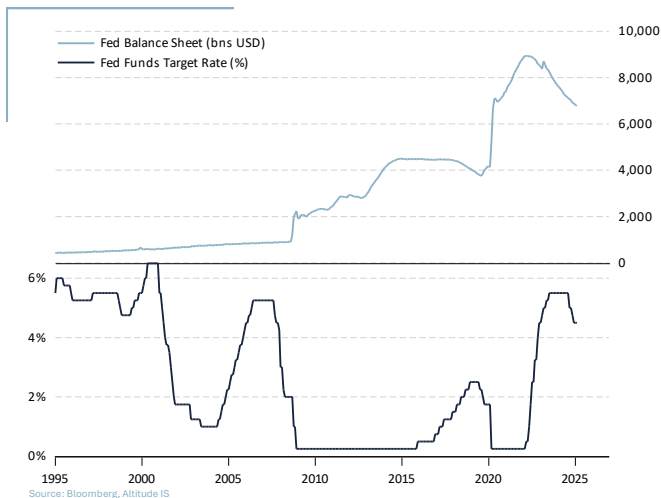
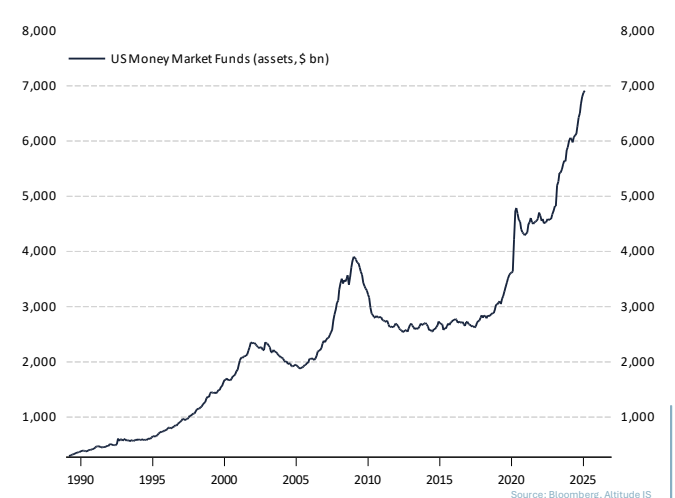


Fig. 7 – Actifs gérés par les *money market funds*



Le rendement des obligations longues aurait dû mécaniquement progresser, de manière à compenser le déséquilibre entre une offre abondante et une demande faible. Le phénomène aurait dû être d'autant plus visible que la Fed, en réduisant son bilan de 9'000 à 6'800 milliards de dollars (cf. Fig. 6), vendait également des obligations longues. Exprimé autrement, depuis 2022, elle se positionne en "concurrente" du Trésor sur le marché obligataire. Et pourtant, malgré cela, les rendements des obligations à 10 ans sont restés faibles. Entre juillet 2022 et août 2024, ils ont même été inférieurs aux rendements des obligations à 2 ans (cf. Fig. 8).

Pour réaliser ce tour de magie, le département du Trésor de Janet Yellen (présidente de la Fed entre 2014 et 2018) a profité de l'appétit des investisseurs pour les obligations inférieures à 2 ans. Il l'a même encouragé en réduisant la croissance de la taille des enchères à 10 ans. Cet effet de rareté est parvenu



à abaisser le niveau des rendements. Cette stratégie est risquée, car elle engendre d'importantes distorsions sur la ventilation de la dette, mais elle est astucieuse. Stephen Miran (ancien conseiller du département du Trésor lors du premier mandat de Donald Trump et désormais président du Conseil des conseillers économiques pour son second mandat) et l'économiste Nouriel Roubini ont estimé que l'administration Biden avait manipulé les émissions obligataires. Ils estiment que, **grâce à la modification de la maturité moyenne des emprunts du Trésor, Janet Yellen est parvenue à réduire les rendements à 10 ans d'environ 0.25% en 2024**. Cela représente une économie de quelques dizaines de milliards de dollars sur le budget annuel de l'Etat. Un vrai tour de magicienne !

A son arrivée à la tête du département du Trésor, Scott Bessent a ouvertement critiqué l'action de sa prédécesseuse, lui reprochant d'avoir financé le déficit en privilégiant les obligations à court terme plutôt que d'allonger la maturité de la dette : *"Yellen's reliance on short-term financing leaves the Treasury vulnerable to rate hikes", "the previous Treasury strategy missed the opportunity to lock in low rates for decades"*. Il aurait aimé qu'elle profite davantage de la période de taux bas pour sécuriser le financement à long terme du pays. Depuis, il s'est ravisé. Il a décidé de ne pas modifier la politique de financement en place : *"a shift toward long-term debt issuance is still a long way off"*. Il va poursuivre la stratégie de Janet Yellen, et l'émission de dette à long terme restera bridée, de manière à éviter une crise sur la dette souveraine américaine.

Fig. 8 – Courbe des rendements aux US

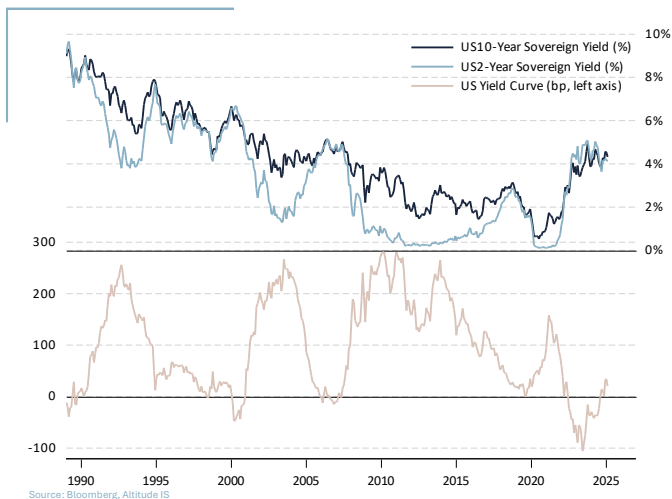
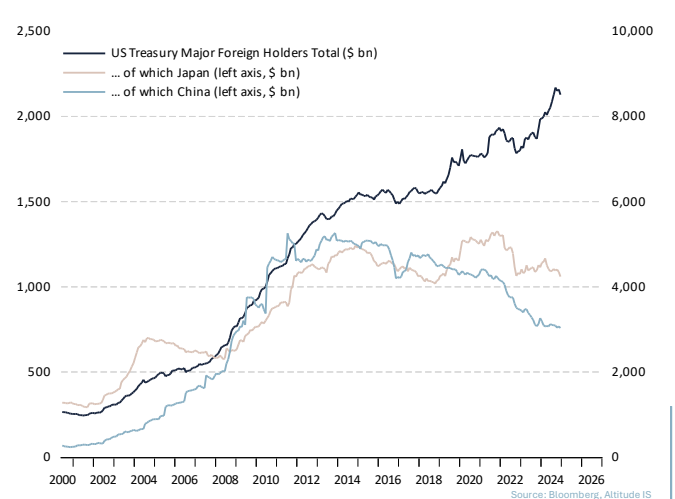


Fig. 9 – Détention de dette US par les étrangers



Pourquoi la ventilation de la dette américaine pourrait finir par poser problème ? Dans l'idéal, un Etat a intérêt à répartir ses engagements de manière équilibrée entre les différentes maturités, afin d'éviter une concentration excessive des remboursements sur une période donnée. Une mauvaise répartition pourrait créer un risque de refinancement élevé. Si une part trop importante de la dette arrive à échéance en même temps, le Trésor risque d'avoir à renouveler ses emprunts dans des conditions de marché défavorables, soit parce que les taux d'intérêt sont élevés, soit parce que l'appétit des créanciers est faible.

Au cours des dernières années, environ 5'000 milliards de dollars ont été empruntés à très court terme, pour ne pas prendre le risque de faire grimper les taux à 7, 10 ou 15 ans (cf. Graphique de la semaine). Malgré cela, les intérêts qui devront être payés entre 2032 et 2039 représentent d'ores et déjà plus de 150 milliards par an. Lorsque de la dette sera émise sur ces maturités, la charge annuelle qu'elle représentera pour l'Etat risque d'être insoutenable. Les États-Unis vont donc continuer de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour éviter que les taux ne progressent trop fortement.



Plusieurs questions restent en suspens et méritent une réponse :

Les investisseurs vont-ils naturellement allonger la durée de leurs investissements obligataires ? C'est peu probable. Certes, si les taux se stabilisent à leurs niveaux actuels, l'effet roll-down permettra à une obligation longue de rémunérer légèrement mieux qu'une obligation courte. Mais comme la courbe des taux est presque plate (cf. Fig. 8), c'est-à-dire que la contrainte d'immobiliser son capital pour longtemps n'est pas décemment rémunérée, la préférence pour le présent incitera les investisseurs à se positionner à court terme. Ce faisant, le Trésor ne pourra pas émettre une grande quantité de papiers à 10 ans.

La Fed baissera-t-elle finalement ses taux directeurs plus qu'escompté par les investisseurs ? C'est tout à fait possible. En effet, il est nécessaire que les taux longs ne progressent pas davantage pour éviter une crise mais il faut également que la courbe des taux se repentifie. Il devient donc impératif d'abaisser les taux courts. Etrangement, les investisseurs n'anticipent que deux à trois baisses de taux directeurs d'ici fin 2026. Or il ne serait pas surprenant de voir l'administration Trump mettre une forte pression aux gouverneurs de la Fed, Jerome Powell en tête, pour qu'ils agissent bien plus énergiquement. A moins que Scott Bessent accepte de patienter jusqu'en mai 2026, date à laquelle le mandat du président de la Fed s'achèvera. Le hasard faisant bien les choses, son successeur pourrait être bien plus aligné avec les objectifs du Trésor visant une baisse des taux courts.

Scott Bessent s'apprête-t-il à mettre en œuvre une stratégie de répression financière ? Cela n'aurait rien d'incongru. Le secrétaire au Trésor va probablement chercher à actionner différents leviers, différentes formes de répression financière, de manière à "inciter" les détenteurs naturels d'obligations à en acheter davantage. Les particuliers pourraient être exonérés de l'imposition fédérale sur les coupons perçus. De leur côté, les banques seraient autorisées à exclure les Treasuries du calcul de certains ratios de risque financier. Le président de la Fed, Jerome Powell, a récemment soutenu cette proposition : *"the amount of Treasuries is growing much faster than the intermediation capacity has grown, and one obvious thing to do is to reduce the effective supplemental leverage ratio"*. Les assurances et fonds de pension pourraient juridiquement être contraints d'acheter davantage de bons du Trésor à 10, 20 ou 30 ans, comme l'a fait le Royaume-Uni par le passé. Enfin, Scott Bessent pourrait suivre une proposition formulée lors des accords de Mar-a-Lago, à savoir inciter certains créanciers étrangers (cf. Fig. 9) à échanger leurs bons du Trésor actuels contre des obligations à très long terme, voire sans coupon. Auront-ils la capacité de les y soumettre ? Une attitude de seigneur de guerre !

Conclusion :

Le consensus des investisseurs est en train d'intégrer le fait que les taux à 10 ans ne pourront pas grimper trop fortement. Pour financer leur dette de manière naturelle, les Etats-Unis sont contraints de les faire baisser, tout en maintenant une pente sur la courbe des taux. Tout ceci profitera aux obligations et à la durée. A moins d'une répression financière, qui permettrait de caper artificiellement les taux longs sans abaisser les taux de la Fed, les steepeners devraient continuer à bien se comporter.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	863.0	44.39	-1.3%	-0.6%	2.8%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	5955	44.30	-1.0%	-1.3%	1.4%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	43 841	47.98	1.0%	-1.4%	3.3%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	18 847	38.01	-3.5%	-3.9%	2.3%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	559.6	63.38	0.2%	3.5%	11.0%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 810	66.66	1.9%	2.0%	8.3%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	13 004	69.40	0.4%	3.2%	12.1%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	37 785	30.12	-4.1%	-6.0%	-6.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 097	43.80	-4.3%	0.5%	2.3%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	122 799	40.70	-3.4%	-2.6%	2.1%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	52 326	45.83	-2.5%	2.3%	5.9%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	73 008	23.84	-2.8%	-5.5%	-6.1%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 888	48.13	-2.2%	1.9%	0.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	129.7	40.38	-2.8%	-3.6%	4.0%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	418.0	36.16	-2.4%	-4.9%	-0.8%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	289.1	65.45	1.1%	4.3%	6.2%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	249.2	48.20	-0.7%	1.8%	4.4%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	193.5	62.83	1.4%	1.8%	7.9%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	374.1	61.04	1.0%	1.1%	7.4%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	390.9	48.42	-0.1%	-0.4%	4.0%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	745.1	38.41	-4.4%	-2.0%	3.0%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	320.9	44.43	-1.7%	0.1%	5.0%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	996	64.60	1.3%	3.0%	4.7%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	166.0	53.69	-0.5%	1.6%	3.7%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.54%	61.94	0.4%	1.4%	2.0%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.14%	73.51	1.3%	2.2%	2.7%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.69%	60.15	0.5%	0.7%	0.5%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.23%	59.72	0.5%	0.6%	0.0%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.43%	61.75	0.9%	0.8%	1.6%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.57%	53.88	1.1%	-0.3%	-0.8%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.15%	42.72	0.4%	-0.8%	-1.7%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.75%	70.75	0.9%	1.5%	2.9%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.08%	68.99	0.8%	2.0%	2.6%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.06%	66.43	0.2%	0.4%	1.0%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.33%	84.33	0.6%	1.8%	2.7%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.15%	72.54	0.3%	0.9%	2.0%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.48%	83.44	0.1%	1.2%	1.7%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.26%	66.83	0.3%	0.9%	2.4%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	450.6	44.66	-1.0%	-0.4%	2.3%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	608.4	42.92	-1.1%	-1.3%	1.7%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	247.9	68.58	1.1%	2.8%	6.5%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	254.3	68.54	2.3%	2.7%	5.6%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	226.7	46.91	-0.8%	-0.3%	0.0%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 634	81.91	n.a.	1.5%	1.5%	11.1%	7.8%
Macro	1 364	69.36	n.a.	1.6%	1.6%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 208	69.35	n.a.	-0.1%	-0.1%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 707	80.28	n.a.	1.8%	1.8%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 743	75.33	n.a.	1.0%	1.0%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 663	95.59	n.a.	0.7%	0.7%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 696	88.33	n.a.	1.9%	1.9%	9.8%	7.8%
Credit	1 613	96.61	n.a.	1.1%	1.1%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 636	100.00	n.a.	0.5%	0.5%	10.0%	11.2%
Commodity	1 808	87.00	n.a.	1.0%	1.0%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 359	55.13	n.a.	1.3%	1.3%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	19.63	60.08	7.8%	19.5%	13.1%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	18.63	60.66	13.1%	21.3%	9.5%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	539.2	n.a.	-2.1%	-0.4%	0.5%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 863	n.a.	-3.0%	1.7%	9.1%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	31.19	n.a.	-3.6%	-1.3%	7.9%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	69.76	n.a.	-1.2%	-5.4%	-2.7%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	73.43	n.a.	-2.1%	-5.6%	-0.9%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	107.31	49.43	0.7%	-1.5%	-1.1%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0404	48.11	-0.6%	0.6%	0.5%	-6.2%	3.1%
JPY	150.44	58.17	-0.5%	2.9%	4.5%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2593	54.67	-0.3%	1.1%	0.6%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6215	37.81	-2.1%	-0.2%	0.4%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4449	37.96	-1.3%	-0.1%	-0.4%	-7.9%	2.3%
CHF	0.9027	49.72	-0.6%	0.8%	0.5%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2922	45.24	-0.6%	-0.7%	0.1%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.473	49.54	0.0%	-0.5%	1.7%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 742.6	46.08	-0.7%	0.0%	0.9%	-0.7%	4.8%
XBT	91 928	n.a.	8.8%	-9.8%	-1.9%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

