



**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

● **Le thème de la semaine : Une Fed restrictive mais attentive aux risques de liquidité face aux défis du plafond de la dette**

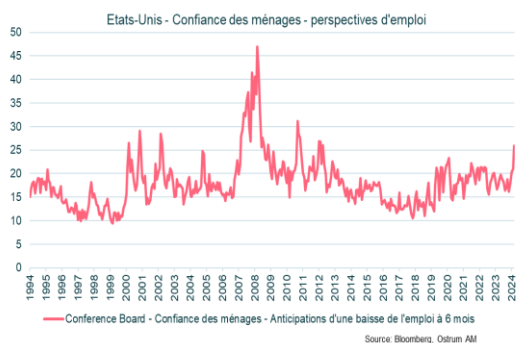
par Axel Botte

- La Fed a maintenu ses taux d'intérêt à 4,50 % en janvier en raison des risques d'inflation, mais les discussions lors du FOMC suggèrent un ralentissement du QT en raison des incertitudes liées au plafond de la dette ;
- Malgré un discours restrictif de Jerome Powell, la Fed envisage d'ajuster le rythme du QT afin d'éviter des effets néfastes sur l'activité économique et l'inflation résultant des fluctuations des réserves bancaires ;
- La Fed réinvestit une partie de ses bons du Trésor et de ses créances hypothécaires (MBS). Les maturités totalisent près de 400 milliards de dollars entre avril et août 2025, une période critique compte tenu des enjeux autour du plafond de la dette ;
- En cas d'accord sur le plafond de la dette, les réserves bancaires pourraient diminuer rapidement alors que le Trésor reconstitue son coussin de liquidités, entraînant des risques de liquidité dans le système financier ;
- Un ralentissement du QT pourrait conduire à une courbe de taux plus plate, offrant aussi au Trésor une plus grande flexibilité pour gérer la dette fédérale. Les futurs réinvestissements obligataires de la Fed pourraient se concentrer sur des maturités plus courtes afin de réduire le risque de taux d'intérêt supporté par la Fed.

● **La revue des marchés : Le consommateur américain au bord de la rupture ?**  
par Axel Botte

- Etats-Unis : la confiance des ménages s'érode et les dépenses plongent en janvier ;
- Zone euro : l'inflation devrait refluer à 2,2 % en février ;
- Repli sur l'actif sans risque : le T-note proche de 4,25 % ;
- Actifs risqués : le crédit résiste à la chute de 5% du Nasdaq sur la semaine.

● **Le graphique de la semaine**



Selon l'enquête du Conference Board, la perception du marché du travail par les ménages américains s'est considérablement détériorée depuis la prise de fonction de Donald Trump. Plus de 25% des ménages considèrent que les emplois disponibles vont diminuer à l'horizon de 6 mois. Il s'agit de la proportion la plus élevée depuis 2013 et la lente reprise du marché du travail après la grande crise financière de 2008-2009. Les annonces de licenciements publics du DOGE résonnent aussi dans la population et une inflexion des inscriptions au chômage s'observe déjà dans la région de Washington, DC.

● **Le chiffre de la semaine**

**0,9**

Il s'agit du niveau de l'inflation française harmonisée en février 2025 selon l'INSEE. La baisse des prix de l'électricité (-5,7% sur un an) contribue nettement à la décélération des prix.  
Source : Bloomberg

- Le thème de la semaine
 

## Une Fed restrictive mais attentive aux risques de liquidité face aux défis du plafond de la dette.

La Réserve fédérale a maintenu ses taux d'intérêt à 4,50 % en janvier en raison des préoccupations liées à l'inflation. Toutefois, les minutes de la réunion du FOMC ont révélé que les décideurs envisageaient de ralentir le rythme du resserrement quantitatif (QT) d'environ 40 à 45 milliards de dollars par mois, les dynamiques entourant le plafond de la dette pouvant entraîner des variations indésirables des réserves bancaires.

### La Fed envisage un ralentissement du QT

La dernière décision de la Fed de maintenir les taux d'intérêt, après trois baisses consécutives totalisant 100 points de base, reflète des préoccupations persistantes concernant l'inflation et les attentes croissantes des consommateurs en matière de prix. En effet, l'enquête de l'Université du Michigan a montré que les attentes d'inflation sur un an ou sur cinq à dix ans avaient augmenté de manière significative en réaction aux annonces tarifaires, même si seules les marchandises chinoises sont actuellement concernées. À l'inverse, d'autres enquêtes auprès des ménages, comme celle de la Fed de New York, présentent une perspective plus optimiste sur l'évolution des prix. Néanmoins, la Fed pourrait suspendre son cycle d'assouplissement monétaire jusqu'à la mi-année.

Bien que le président Jerome Powell ait affiché une posture restrictive lors de la conférence de presse de la Fed, le ralentissement du resserrement quantitatif était bien à l'ordre du jour lors de la réunion du FOMC de janvier. Cela est surprenant dans la mesure où il est difficile en pratique maintenir le coût de l'argent sous contrôle tout en augmentant l'offre monétaire. Le tableau ci-dessous indique que les avoirs obligataires de la Fed ont diminué de 1,6 billion de dollars depuis le début de l'année 2023.

Bilan de la Fed (USD, Millions \$)	19-févr.-25	27-déc.-23	Var.
Total des actifs	6 833 408	7 763 279	-929 871
Titres détenus	6 471 169	7 224 667	-753 498
Obligations du Trésor	4 251 251	4 790 547	-539 296
Bons du trésor (CT)	195 343	222 354	-27 011
Obligations LT	3 629 177	4 088 681	-459 504
TIPS	320 005	365 578	-45 573
Indexation à l'inflation	106 726	113 933	-7 207
Dettes d'agences fédérales	2 347	2 347	0
Créances hypothécaires (MBS)	2 217 572	2 431 773	-214 201
Primes à l'achat non-amorties	245 980	279 171	-33 191
Décotes à l'achat non-amorties	-24 238	-25 884	1 646

Source: Bloomberg & Ostrum AM

Lors de la réunion du FOMC tenue les 28 et 29 janvier 2025, les participants ont mené une discussion approfondie concernant le resserrement quantitatif (QT), en soulignant la nécessité d'élaborer des plans de contingence face aux incertitudes économiques actuelles. Les dynamiques entourant le plafond de la dette représentaient une préoccupation majeure, plusieurs membres exprimant qu'il serait judicieux d'envisager de suspendre ou de ralentir l'amortissement du bilan tant que la situation liée au

Le ralentissement du QT évoqué en janvier

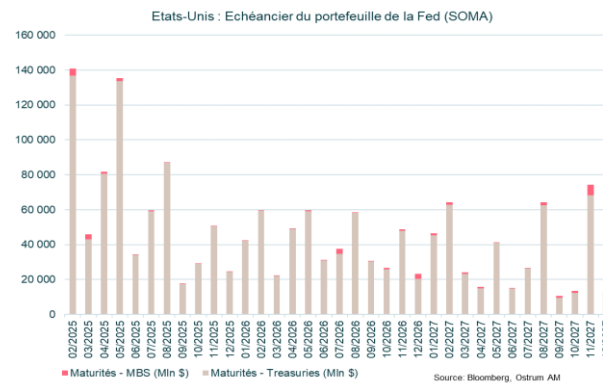
La Fed étudie des plans de contingence autour de la problématique du plafond de la dette

plafond de la dette n'est pas résolue. Cette position prudente reflète la prise de conscience du Comité des risques potentiels pouvant découler de conditions monétaires plus strictes. En discutant du rythme du QT, le Comité a examiné les conséquences potentielles des fluctuations significatives des réserves résultant des dynamiques liées au plafond de la dette. Les participants ont noté que ces fluctuations pourraient nécessiter une réévaluation du rythme actuel du QT, notamment si le resserrement des conditions financières commençait à avoir des effets néfastes sur l'activité économique et l'inflation. Lorsque le plafond de la dette est en vigueur, le Trésor ne peut plus emprunter pour financer son déficit et doit réduire ses avoirs en liquidités auprès de la Fed et/ou recourir à des mesures extraordinaires pour maintenir ses dépenses.

## Portefeuille de la Fed : 400 milliards de dollars d'échéances entre avril et août

Les maturités du portefeuille de la Fed sont significatives dans les prochains mois

Les lignes directrices pour les opérations du FOMC sont les suivantes. Actuellement, la Réserve fédérale de New York réinvestit les paiements en principal des titres du Trésor lors des adjudications, au-delà d'un montant mensuel de 25 milliards de dollars. En outre, le Comité réinvestit les tombées de MBS dépassant un plafond de 35 milliards de dollars par mois dans des titres du Trésor. Cette stratégie vise à garantir que la composition du portefeuille de la Fed reste cohérente avec le profil de maturités global



de la dette du Trésor, tout en minimisant les perturbations sur les marchés financiers. En réinvestissant les tombées de MBS en Treasuries, la Fed cherche également à rééquilibrer progressivement son portefeuille en réduisant son exposition aux

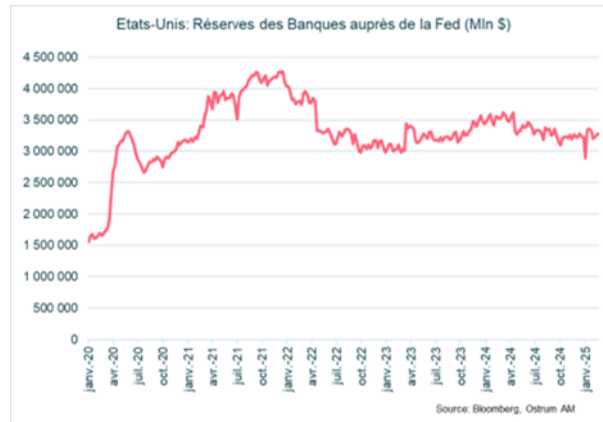
créances hypothécaires. La décision de modifier le rythme du QT pourrait dépendre des échéances à venir du portefeuille SOMA de la Fed, comme indiqué sur le graphique. Près de 400 milliards de dollars de Treasuries et de MBS détenus par la Fed arriveront à échéance entre avril et août 2025, période durant laquelle le gouvernement américain pourrait faire défaut si le plafond de la dette n'est pas relevé. La date fatidique, souvent appelée "X-date", est généralement projetée pour début juin, compte tenu de la forte saisonnalité du déficit fédéral en mai. Il est donc raisonnable de penser que toutes les maturités devraient être « roulées » pendant cette période. Des réinvestissements plus élevés ajouteront des liquidités au compte général du Trésor (TGA), offrant ainsi un répit supplémentaire au Trésor pour faire face à l'impasse politique.

La Fed sera attentive au montant des réserves après la résolution du problème du plafond de la dette

Le compte général du Trésor (TGA) figure au passif du bilan de la Réserve fédérale. Une réduction forte de l'encours du TGA est compensée par des variations d'autres éléments du passif, dont les réserves bancaires ou les dépôts à la facilité de reverse repo de la Fed, mais l'impact net sur les réserves peut être difficile à appréhender alors que le bilan se contracte (et que de la monnaie est détruite). La baisse du TGA devrait s'accélérer en avril et mai avec les dépenses liées aux remboursements d'impôts

fédéraux aux ménages et au programme Medicare. En revanche, lorsque le coussin de liquidités du Trésor sera reconstitué par suite d'une résolution du plafond de la dette, les réserves bancaires pourraient diminuer rapidement et, au rythme actuel de réduction du bilan, pourraient potentiellement atteindre des niveaux jugés inappropriés par le Comité. Ce niveau de réserves bancaires pourrait se situer autour de 3 000 milliards de dollars.

Par ailleurs, il existe un risque qu'une contrepartie bancaire ayant une position dominante sur les marchés de repo interbancaires puisse mettre sous pression d'autres



entités participant au marché. En effet, les réserves ne sont pas réparties de manière homogène dans le système financier. Lorsque la liquidité agrégée diminue, certaines banques seront davantage affectées que d'autres, ce qui pourrait entraîner des tensions sur les taux d'intérêt.

Une décision de renouveler toutes les échéances devrait exercer une pression à l'aplatissement de la courbe des taux. La Fed roule ses réinvestissements lors des adjudications de Treasuries de maturités entre 2 et 30 ans. Il serait surprenant que la Fed choisisse de limiter les maturités des nouvelles obligations achetées, bien que cela puisse avoir du sens du point de vue de la gestion du bilan et des réserves bancaires. La présidente de la Fed de Dallas, Lorie Logan, a ainsi indiqué qu'elle privilégierait l'achat de titres à maturité courte si les achats devaient reprendre. Acheter davantage de T-bills et de Treasuries à court terme limiterait l'impact négatif sur les réserves bancaires dans le cas d'une reconstitution rapide de l'encours du TGA. La Réserve fédérale n'a pas à assumer de risque de taux d'intérêt (le risque de durée). Les swap spreads, ou l'écart entre les taux OIS et les rendements des bons du Trésor, pourraient s'élargir davantage grâce aux réinvestissements plus importants qui exerceront une pression sur les rendements des titres couponés. Un ralentissement du QT offrirait au Trésor américain une plus grande flexibilité pour allonger la durée de la dette fédérale, si tel est son choix. Le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, semble indécis sur cette question, mais surveille de près les taux d'intérêt à long terme.

## Conclusion

**La Fed a maintenu ses taux d'intérêt à 4,50 % en janvier. Les tarifs douaniers et la forte consommation des ménages en fin d'année représentent des risques à la hausse pour l'inflation américaine à court terme. Il a donc été surprenant de voir que le ralentissement du QT était à l'ordre du jour lors de la réunion de janvier du FOMC. En discutant du rythme du QT, le Comité a pris en compte les répercussions potentielles des fluctuations significatives des réserves résultant des dynamiques liées au plafond de la dette. En cas d'accord sur le plafond de la dette, les réserves bancaires pourraient**

rapidement diminuer, ce qui pourrait être compensé par des achats obligataires supplémentaires de la Fed.

Axel Botte

- **La revue des marchés**

## **Le consommateur américain au bord de la rupture ?**

**Les rendements obligataires plongent avec la baisse de la confiance des ménages américains mises à mal par la politique tarifaire délétère de Donald Trump envers l'UE et la Chine. Les actions américaines et asiatiques tanguent, mais l'Europe résiste. L'or se replie, les cryptomonnaies s'effondrent.**

La politique de l'administration Trump est néfaste à l'économie américaine. La baisse des enquêtes de confiance des consommateurs est un second signal d'alerte après la rechute des ventes au détail en janvier. Les ménages anticipent une nette dégradation de l'emploi et réduisent leurs dépenses (-0,5 % en volume en janvier) malgré des revenus toujours en forte croissance (+0,9 % en termes nominaux en janvier). L'inflation, qui avait stimulé la demande en fin d'année, motive désormais une épargne de précaution, d'autant que la qualité de crédit (automobiles, cartes de crédit) se dégrade. L'incertitude engendrée par les déclarations intempestives de Donald Trump pèse également sur l'investissement des entreprises. Les livraisons de biens d'équipement diminuent ainsi de 0,3% en janvier. L'investissement et l'emploi sont deux décisions similaires pour les entreprises. Le rapport sur l'emploi de février revêtira ainsi une importance particulière cette semaine dans un contexte de tensions avec les licenciements publics. Si le fléchissement de la demande se confirme, la politique tarifaire n'aura qu'un effet transitoire sur les prix, et la Fed devrait privilégier l'emploi, surtout si les turbulences financières s'accroissent. En zone euro, l'inflation devrait ressortir à 2,2% en février sous l'effet de la baisse des prix de l'électricité en France. Les salaires négociés augmentent à un rythme supérieur à 4% l'an mais la BCE a bon espoir que les rémunérations décèleront et ramèneront à terme l'inflation des services vers 3%.

Dans ce contexte, les emprunts d'états sont privilégiés. Le T-note s'échange autour de 4,25 % en fin de semaine, en baisse de 32 pb depuis le début de l'année. Le vote (à la Chambre uniquement) d'un budget irréaliste ajoutant 3 400 Mds \$ intérêts inclus à la dette fédérale en 10 ans est même sans effet sur la dynamique baissière des taux. Les marchés intègrent de nouveau trois baisses en 2025, considérant que la Fed finira par répondre au fléchissement de la demande. En Europe, les annonces de hausses des budgets militaires, en Allemagne et au Royaume-Uni notamment, ont limité à 10 pb environ la baisse hebdomadaire des taux longs tout en maintenant une certaine pression sur les swap spreads. Le Bund à 10 ans s'échange 3 pb au-dessus du taux swap. En revanche, on relève des prises de profits sur les dettes souveraines périphériques après un bon début d'année. Une émission de Bonos espagnols a en effet été moins bien accueillie par les marchés. Le crédit s'écarte aussi légèrement, ce qui peut attester de prises de profit en fin de mois. Le crédit euro s'échange autour de 80 pb contre swap. Sur le high yield, le marché primaire est un peu plus lourd en l'absence de prime à l'émission. Le marché s'essouffle mais l'iTraxx crossover s'écarte de seulement 6 pb sur la semaine à 290 pb. Les indices actions attendaient anxieusement la publication trimestrielle de Nvidia. Le géant des semi-conducteurs présente toujours une croissance forte mais intégrée dans les cours, ce qui suscite plutôt des prises de profits. Le Nasdaq plonge de 5%. Les indices chinois et coréens, sensibles à la croissance mondiale et au protectionnisme américain, rechutent de 2 à 4%. Les marchés européens surnagent grâce à une politique monétaire permettant un euro faible. La performance des cycliques étonne alors que les valeurs bancaires battent le marché de plus de 10 % en 2025.

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	2.06%	-3	+3	-2
EUR Bunds 10a	2.46%	-2	+8	+10
EUR Bunds 2s10s	39.9 bp	+1	+5	+12
USD Treasuries 2a	4.03%	-15	-22	-22
USD Treasuries 10a	4.25%	-15	-31	-32
USD Treasuries 2s10s	21.8 bp	-1	-9	-11
GBP Gilt 10a	4.57%	+1	+9	+1
JPY JGB 10a	1.41%	-2	+13	+9
EUR Spreads Souverains (10a)	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	73 bp	-2	-1	-10
Italie	110 bp	-4	-3	-5
Espagne	62 bp	-2	-2	-8
Inflation Points-morts (10a)	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.97%	-1	-6	+4
USD 10a Inflation Swap	2.49%	-7	-9	+3
GBP 10y Inflation Swap	3.47%	-6	-14	-6
EUR Indices Crédit	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	91 bp	+4	-4	-11
EUR Agences OAS	51 bp	-1	-5	-11
EUR Obligations sécurisées OAS	46 bp	-1	-5	-10
EUR High Yield Pan-européen OAS	297 bp	+3	-15	-21
EUR/USD Indices CDS 5a	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	53 bp	+0	-2	-4
iTraxx Crossover	286 bp	0	-9	-27
CDX IG	49 bp	+1	+0	0
CDX High Yield	310 bp	+9	+7	-2
Marchés émergents	3-mars-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	328 bp	+8	+7	+3
Devises	3-mars-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.044	-0.296	1.576	0.9
GBP/USD	\$1.264	0.016	2.001	1.0
USD/JPY	JPY 150	-0.598	2.778	4.6
Matières Premières	3-mars-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$72.5	-\$1.8	-\$2.6	-1.8
Or	\$2 869.8	-\$73.6	\$52.6	9.4
Indices Actions	3-mars-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	5 955	-0.98	-0.67	1.2
EuroStoxx 50	5 487	0.62	5.17	12.1
CAC 40	8 141	0.62	3.64	10.3
Nikkei 225	37 785	-2.56	-1.91	-5.3
Shanghai Composite	3 317	-1.66	2.04	-1.0
VIX - Volatilité implicite	19.79	4.27	6.28	14.1

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](http://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 ...03/03/2025

### 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](http://www.ostrum.com)