

REVUE DES MARCHÉS

Tout va très bien Madame la marquise

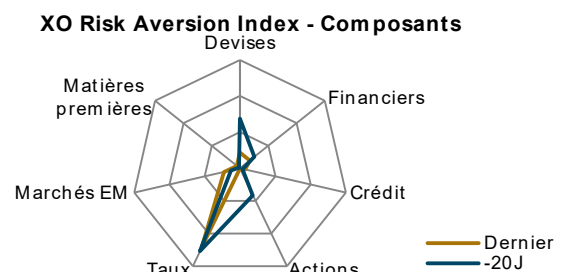
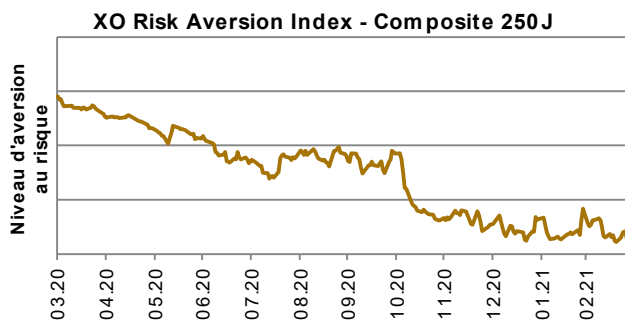
Les marchés financiers semblent insensibles aux mauvaises nouvelles. Les reconfinements successifs des pays européens ne fragilisent pas la confiance affichée par les investisseurs. Les actions qui étaient à la traîne au mois de février sont les plus dynamiques en mars. C'est le cas notamment des gros titres suisses comme Nestlé ou Roche. Seule la Chine marque le pas en ce dernier mois du trimestre. L'Europe profite de la grande rotation sectorielle en étant le meilleur marché actions du trimestre.

La hausse majeure des taux d'intérêts en février s'est prolongée en mars. Le 10 ans américain a encore progressé de 0.2%. Les taux suisses au contraire se détendent quelque peu. Les obligations et l'immobilier, sont négatifs sur le trimestre. L'USD reste fort en ce début d'année. Le CHF n'est plus recherché, les craintes économiques se sont envolées.

Finalement les matières premières marquent le pas, y compris le pétrole. Le blocage du canal de Suez ne conduit pas à une hausse supplémentaire du prix du baril de pétrole bien que 12% du commerce mondial soit à l'arrêt. Les Egyptiens peuvent désormais rivaliser avec les Marseillais et leur sardine bloquant le port.

Nos indicateurs de risque restent faibles, à l'exception notable des taux d'intérêts.

	Valeur	Mars	2021
Marchés actions			
Suisse (SMI)	11 047	4.99%	3.21%
Etats-Unis (S&P500)	3 973	4.24%	5.77%
Europe (Euro Stoxx 50)	8 515	7.88%	10.66%
Japon (Nikkei)	29 179	0.73%	6.32%
Chine (Shanghai SE)	3 442	-1.91%	-0.90%
Brésil (Bovespa)	116 634	6.00%	-2.00%
Monnaies			
USD/CHF	0.942	3.70%	6.43%
EUR/CHF	1.107	0.93%	2.42%
GBP/CHF	1.301	2.76%	7.58%
EUR/USD	1.175	-2.69%	-3.89%
Autres classes d'actifs			
Im m obilier suisse (coté)		2.43%	0.43%
Obligations suisses		0.49%	-1.20%
Obligations m onde		-0.51%	-2.79%
Matières prem ières		-2.15%	13.55%
Pétrole	59.16	-3.80%	21.93%
Or	1 712.02	-1.27%	-9.63%
Taux / Indicateurs			Δ
Tx suisse à 10 ans		-0.28%	0.28%
Tx US à 10 ans		1.74%	0.83%
Chôm age US		6.20%	-0.50%
PIB US		-2.40%	0.00%
IPC US		1.30%	-0.30%



IL N'EN RESTERA QU'UN !

Alors que le plan de relance de 1900 milliards de dollars vient d'être signé, la FED se prépare à être un acteur majeur, si ce n'est essentiel, de ces nouvelles injections. Confirmation que la planche à billets fonctionne à plein régime outre-Atlantique.

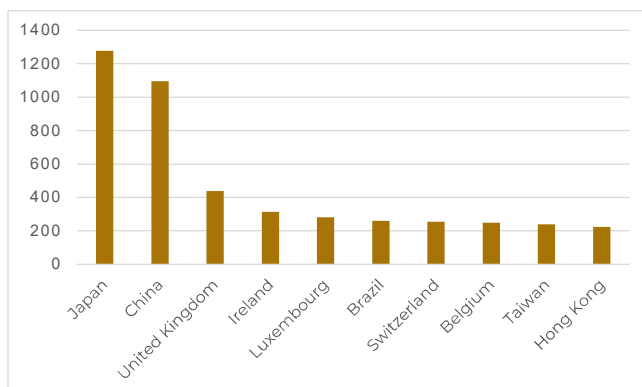
La géopolitique de la dette

La crise de la Covid-19 est un accélérateur à tous les niveaux. Le secteur technologique accroît son emprise sur l'économie. Ce n'est pas nouveau mais son importance s'avère beaucoup plus stratégique aujourd'hui qu'il y a un an. La crise accélère les tensions sociales ou géopolitiques. La dette qui suivait une progression continue depuis plusieurs décennies, voit son poids exploser avec les multiples aides pour les secteurs affectés. Rien ne change mais tout s'accélère.

La dette gouvernementale US suit la même tendance et devrait dépasser à la fin du premier trimestre 2021 la somme vertigineuse de 25 trilliards d'USD. En 20 ans sa valeur a été multipliée par 5.

De nombreux Etats figurent parmi les principaux créanciers des Etats-Unis. Le Japon avec un encours de plus de 1200 milliards d'USD occupe la première place devant la Chine ou le Royaume-Uni. La Suisse figure au septième rang des plus grands détenteurs avec plus de 250 milliards d'USD d'obligations US.

Principaux pays détenteurs de dette gouvernementale US (milliards USD)

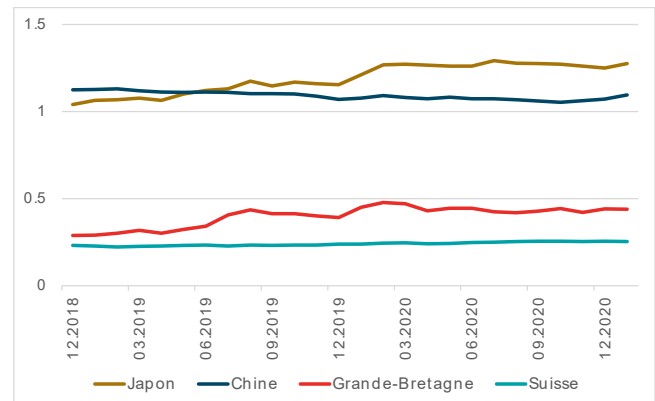


Source : Bloomberg, XO Investments SA

La dynamique d'achat ou de vente d'obligations gouvernementales est un vrai indicateur de géopolitique mondiale. Le Japon a par exemple contribué pour presque 100 milliards d'USD en 2020. 100 milliards de la Banque du Japon pour financer les aides étatiques américaines. La Chine a par contre uniquement maintenu son stock de dettes sur la période, sans prêter

davantage aux Etats-Unis. Le conflit commercial sino américain n'est certainement pas étranger à cela.

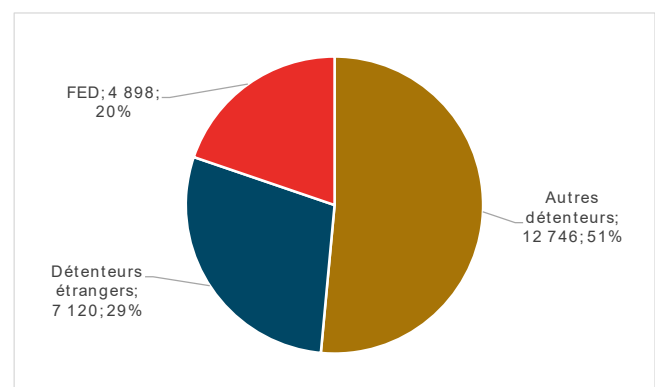
Evolution de la détention de dette gouvernementale US (trilliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Bien que les pays étrangers prêtent massivement aux Etats-Unis, atteignant au total 29% des 25 trilliards de dette US, aucun d'eux ne représente le principal bailleur de fonds du gouvernement. C'est en effet la Réserve Fédérale (FED) elle-même qui est le premier détenteur de bons du trésor américain. Les autres détenteurs sont des acteurs privés comme des fonds de placement, des caisses de pensions, des banques, des assurances, etc.

Répartition de la dette gouvernementale US (milliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

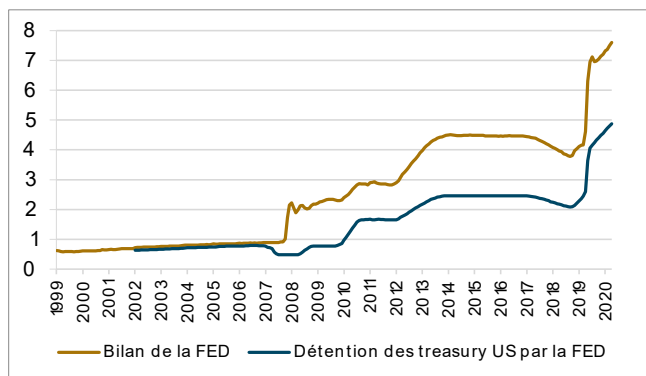
La FED : détenteur de premier ressort

On a coutume de dire que la FED est le prêteur de dernier ressort pour les marchés financiers, force est de constater que dans le cadre des

émissions de dettes du gouvernement américain elle arrive en première position.

Le bilan de la Fed était avant 2007 constitué exclusivement de bons du trésor US. La crise de 2008 a contraint la Réserve Fédérale à intervenir en achetant des papiers privés, de banques notamment. Les suites de la crise sanitaire montrent désormais une augmentation parallèle entre le bilan de la FED et le montant de détention de bons du trésor américain.

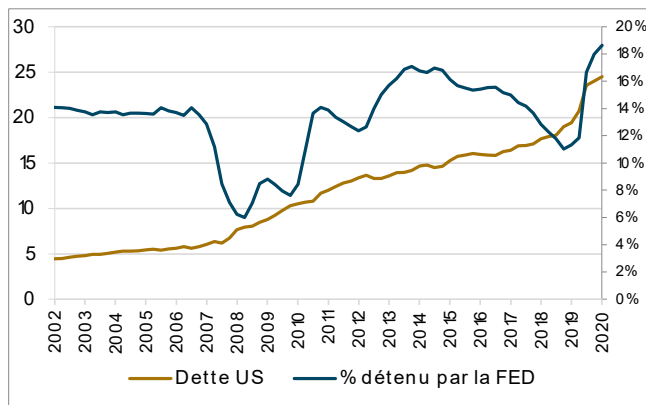
Bilan de la FED (trilliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

La FED détient aujourd'hui près de 20% des dettes du gouvernement. Ce chiffre est en forte croissance sur l'année 2020 et il représente un plus haut sur les 20 dernières années.

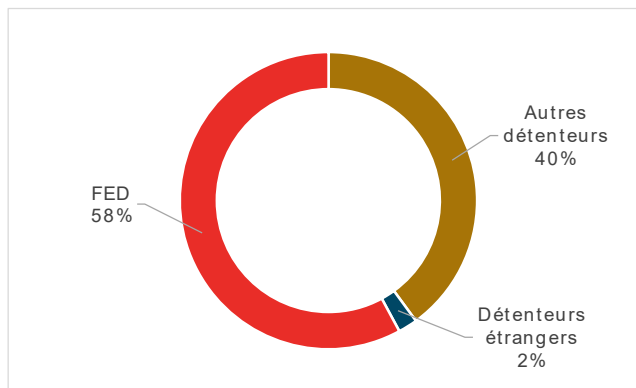
Dettes US (trilliards USD) et % détenu par la FED



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Plus important la FED contribue à hauteur de 60% de l'accroissement de la dette américaine. Ainsi pour chaque dollar emprunté par le gouvernement américain, 60 cents sont imprimés auprès de l'institut d'émission qui devient de facto le trésor US.

Contribution à l'accroissement de la dette gouvernementale US en 2020



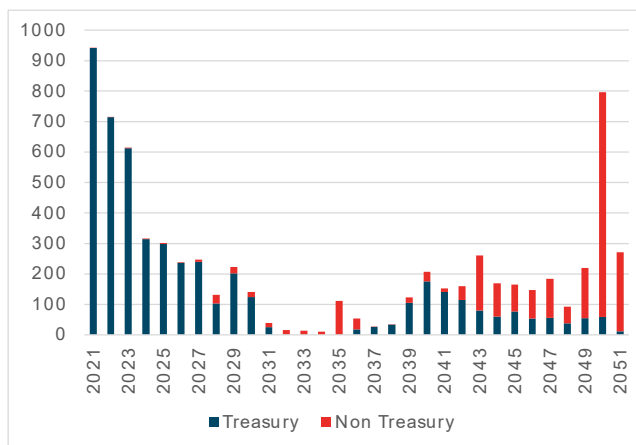
Source : Bloomberg, XO Investments SA

La mise en place du nouveau plan d'aide de 1.9 trilliards d'USD devrait encore accentuer ce phénomène. Si l'on considère ces chiffres avec prudence, on peut imaginer qu'un trilliard sur les 1.9 seront créés par la FED. Nous supposons que cela sera de facto beaucoup plus puisqu'un tel emprunt, s'il n'est pas assez demandé, pourrait conduire à une hausse importante des taux d'intérêt, d'où la volonté de la banque centrale de « contrôler » au mieux la courbe des taux.

L'échéancier de la dette contraint la FED à l'omniprésence

La FED détient des montants conséquents d'obligations à court terme de la part du gouvernement américain. Malgré une durée de 12.3 années globalement, les années 2021 à 2023 offrent de nombreux remboursements : 940 milliards en 2021, 715 en 2022 et 614 en 2023.

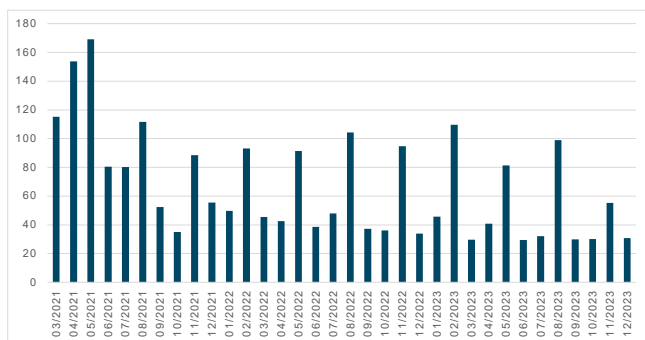
Echéancier des détentions de la FED (milliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Le printemps 2021 sera particulièrement chargé puisque ce sont entre 110 et 160 milliards par mois que la FED devra renouveler.

Echéancier des détections de la FED (milliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments SA

Cet échéancier rapproché contraint la FED à être omniprésente sur le marché dans les années à venir. Les montants remboursés seront immédiatement réémis par le gouvernement. Dans la mesure où la FED a une contribution de l'ordre de 60%, ce qu'elle n'avait pas par le passé, et tenant compte du nouveau plan d'aide, il nous semble tout à fait cohérent de planifier un bilan de la FED à 9 ou 10 trilliards d'USD à la fin 2021.

Il ne peut en rester qu'un !

La crise ne fait qu'accélérer des tendances sous-jacentes. La FED prend ainsi progressivement la place de premier prêteur pour le gouvernement américain.

A l'instar de la banque du Japon qui détient plus de 50% de la dette émise par le gouvernement japonais, la dette américaine se met peu à peu à fonctionner comme un circuit fermé. L'indépendance de la Réserve Fédérale s'évapore au rythme de la progression de ce système, créant de facto une fusion entre le département du trésor (dirigé par l'ancienne présidente de la FED Janet Yellen) et la FED. En raisonnant à l'extrême, il ne restera à terme plus qu'un prêteur au gouvernement américain : la FED, soit lui-même ! Ne restera plus qu'à savoir quand cette dynamique commencera à poser problème à l'USD et aux taux d'intérêts, rendant dès lors mortelle cette fuite en avant.