

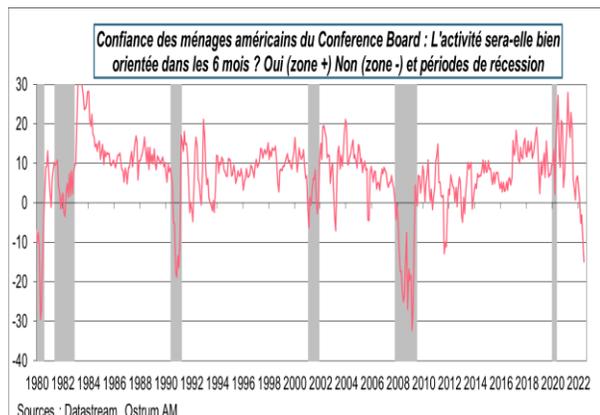
## ● Le thème de la semaine : Le dilemme pétrolier américain

- La production d'or noir réagit moins vite à la hausse des prix que par le passé ;
- L'industrie pétrolière américaine fait face à des vents contraires depuis la seconde moitié des années 2010. L'effondrement des prix en 2015, puis en 2020, a profondément modifié l'évolution des capacités du secteur ;
- Outre les enjeux cycliques, la fin annoncée des énergies fossiles amplifie le manque de personnel et le rationnement des financements induits par la nécessaire transition énergétique ;
- La politique énergétique de l'Administration Biden, mâtinée d'arrière-pensées politiques, pourrait être mieux conçue.

## ● La revue des marchés : Panique à la clôture

- Premier semestre horrible sur les actifs risqués ;
- Effondrement des taux, les marchés ignorent les Banques centrales ;
- Nette repentification des courbes de taux ;
- Liquidité inexistante sur le crédit.

## ● Le graphique de la semaine



Certes les ménages sont catastrophiques pour prévoir les récessions, qu'ils n'anticipent, en général que lorsqu'elles sont déjà arrivées. Reste que l'enquête du Conference Board est particulièrement mauvaise. Le solde entre la part des ménages anticipant une amélioration de l'activité et la part de ceux anticipant une dégradation de l'activité est très négatif et au plus bas depuis mars 2009. Un tel niveau est associé à une récession, comme le montre le graphique. Les ménages deviennent plus inquiets, du fait des conséquences du maintien d'une inflation élevée, des pertes de pouvoir d'achat qu'elle engendre et du fort resserrement monétaire opéré par la Fed pour la contrer. Ils vont devenir plus prudents, ce qui va peser sur leur consommation et donc sur la croissance. Le risque de récession s'accroît aux États-Unis.

## ● Le chiffre de la semaine

# 52

Source : Ostrum AM

52 ans. C'est le pire premier semestre pour le S&P 500 depuis 52 ans, c'est-à-dire depuis 1970.



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.c



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

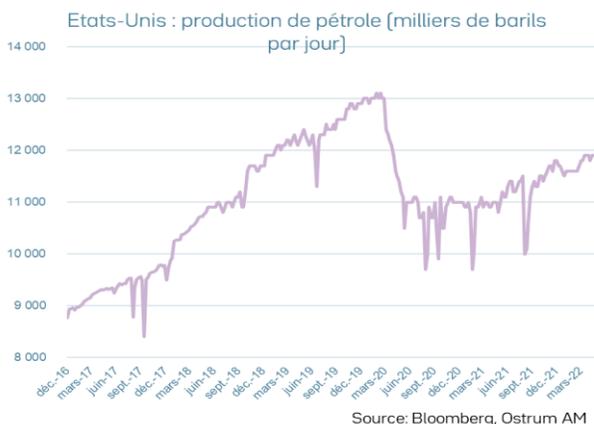
● **Thème de la semaine**

# Le dilemme pétrolier américain

**Le pétrole est toujours au centre des perspectives économiques. Les prix actuels sont exorbitants, causant des difficultés aux consommateurs aux États-Unis et dans le monde entier. Il y a beaucoup de pétrole dans le sol en Amérique du Nord, mais le redressement de l'offre s'avère limité. Nous examinons les facteurs opérationnels freinant la production de pétrole et discutons des options de l'administration Biden pour lisser les flambées des prix de l'énergie, tout en préservant les objectifs de la transition énergétique.**

## Les facteurs de freinage de l'offre de pétrole

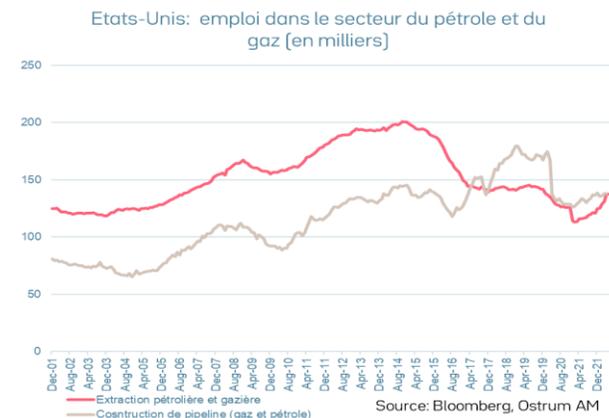
Il est incontestable que le redressement de l'offre de pétrole aux États-Unis dans un contexte de prix élevés du brut est resté modeste jusqu'à présent en 2022. Certes, les États-Unis sont le premier producteur mondial avec une production actuelle proche de 12 millions de barils par jour, mais ce niveau demeure toujours à environ un million de barils sous les sommets de 2020. Dans le passé, un baril autour de 75 \$ à 80 \$ aurait été suffisant pour relancer la production de pétrole en Amérique du Nord. Aux niveaux actuels de 110-120 \$ le baril, l'offre devrait s'ajuster à la hausse, mais la réalité sur le terrain est bien différente, et ce pour diverses raisons.



## Une pénurie de talents

L'industrie pétrolière n'est pas épargnée par les pénuries de main-d'œuvre généralisées dans l'économie américaine. Les anecdotes sur le terrain suggèrent qu'un manque de talents limite effectivement les capacités de production du secteur. Il existe au moins deux principaux facteurs explicatifs. Premièrement, le postulat au sujet de l'industrie pétrolière est qu'elle n'a pas d'avenir : c'est la fin du pétrole avec un pic pétrolier attendu vers 2030. La surabondance de l'offre de 2014-2015 avait conduit à des prix du pétrole inférieurs à 30 \$. La stratégie retenue alors par l'Arabie saoudite consistant à défendre coûte-que-coûte sa part de marché a laissé des traces dans le secteur, puis la pandémie a provoqué un plongeon irrationnel des prix du brut en territoire négatif. Le discours ambiant au sujet de l'industrie des énergies fossiles n'a fait que se détériorer depuis sept ans.

Désormais, les préoccupations environnementales limitent l'attrait d'une carrière dans l'industrie pétrolière pour les jeunes générations. Il y a eu une baisse notable des inscriptions d'étudiants dans les programmes d'études supérieures en ingénierie au cours des dernières années. Certaines universités aux États-Unis (dans des États comme la Louisiane et l'Oklahoma) et au Canada (Alberta) ont dû réduire ou fermer des programmes de formation. Sur le terrain, le recrutement de personnels est également problématique dans un contexte de tensions sur les salaires et autres compléments de rémunération. Les salaires dans l'industrie sont déjà très élevés et on voit mal comment attirer les talents en jouant sur les rémunérations. Le déséquilibre est aggravé par la vague de départs à la retraite de l'ancienne génération de travailleurs. Le rebond des marchés boursiers au sortir de la pandémie a aussi offert une fenêtre aux travailleurs proches de la retraite pour anticiper leur départ.



La perte de capital humain et d'expérience de terrain sera difficilement récupérable. Certains cadres supérieurs dans le secteur de l'exploration et la production pétrolière (E&P) sont bien conscients des enjeux de cette crise de vocations :

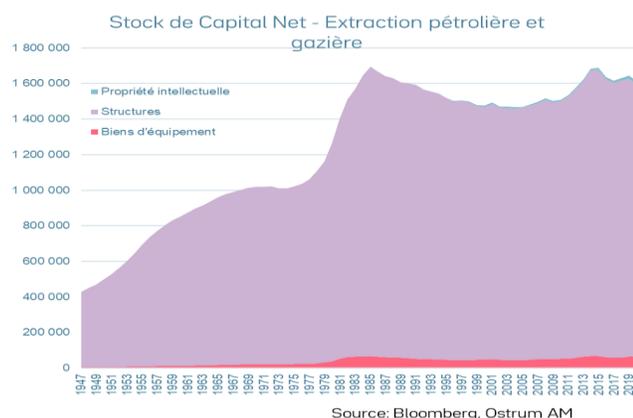
« Le pétrole de schiste va probablement basculer vers son déclin terminal dans cinq ans environ, car les principaux exploitants de schiste sont à court de nouveaux gisements. Malheureusement, d'ici là, la plupart des personnes ayant des connaissances en matière de développement offshore et à l'international auront pris leur retraite. La fuite des cerveaux dans l'industrie créera une crise plus importante encore dans la seconde moitié des années 2020 (extrait de l'enquête de la Fed de Dallas) ».

### Les problèmes de chaîne d'approvisionnement et de maintenance des équipements ont réduit la production de brut

Le signal de prix pour pomper davantage de pétrole s'est cassé. Dans le passé, la production de pétrole de schiste répondait à une hausse du baril dès 75 ou 80 dollars, mais l'accent mis sur la rentabilité, au lieu de la croissance, implique que moins d'argent s'investit dans le sol, malgré le redressement de la demande de mobilité. Le manque d'ajustement de l'offre à la hausse du brut est attribuable à un déficit d'investissement, ainsi qu'à des problèmes de maintenance des équipements.

Dans le contexte de surabondance de l'offre en 2014, les prévisions des prix d'équilibre à long terme avaient diminué vers les 50 \$. En outre, le postulat de la « fin du pétrole » gagnant du terrain, les sociétés d'exploration et de production (E&P) ont logiquement eu tendance à restreindre leurs investissements. Puis la pandémie a frappé l'économie mondiale et la décision de l'Arabie saoudite de continuer à produire, malgré le plongeon vertigineux des prix, a porté un nouveau coup dur à l'industrie. L'effondrement des flux de trésorerie de 2020 (provoqué par les prix quasi-nuls) a assombri les perspectives de croissance et même les dépenses en capital de maintenance se sont effondrées.

Le Bureau of Economic Analysis estime la valeur du stock de capital de l'industrie pétrolière et gazière (nette d'amortissement et en termes de prix constants).



Les structures, qui représentent 94 % du total des capitaux investis dans le secteur, sont en forte baisse entre 2014 et 2020. Les capacités sont donc contraintes, même si les dépenses d'équipement et de R&D ont continué d'augmenter. Les données de la Fed sur les capacités industrielles du secteur rapportent néanmoins une amélioration cette année.

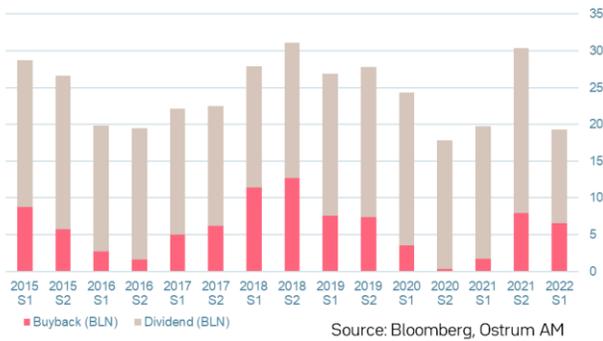
Les entreprises préfèrent ne jamais fermer des puits, si elles en ont le choix. Il est en effet coûteux de fermer les puits de pétrole. Redémarrer les capacités existantes n'est pas facile non plus. En cas de crise, les entreprises exploitent des flottes plus petites et il y a tout simplement moins de travailleurs capables d'opérer sur le terrain. En effet, lorsque les prix du pétrole chutent et que les entreprises opèrent en dessous de leurs capacités pendant une période prolongée, les équipements de forage inutilisés doivent être stockés et servent de source de pièces détachées. Ainsi, les équipements stockés ne sont pas mobilisables facilement lorsque la demande reprend. Par ailleurs, la maintenance des biens d'équipement a été compliquée par les problèmes de congestion des chaînes d'approvisionnement mondiales. L'allongement des délais de livraison a ainsi ralenti le redressement des capacités de production. Le coût des équipements de forage a également augmenté en raison de pénuries de composants et des tensions sur les prix des métaux. Les prix d'autres intrants, dont les produits chimiques, ont également freiné la reprise.

### Rationnement du crédit

Le crédit est abondant aux États-Unis... sauf pour les secteurs non conformes aux principes de l'ESG. L'industrie pétrolière est confrontée à un véritable rationnement du crédit. L'alliance bancaire nette zéro et de nombreux fonds de pension ont clairement indiqué que le financement du secteur des combustibles fossiles devra diminuer pour se conformer aux objectifs climatiques. Cela affecte à la fois les financements par actions et par emprunt.

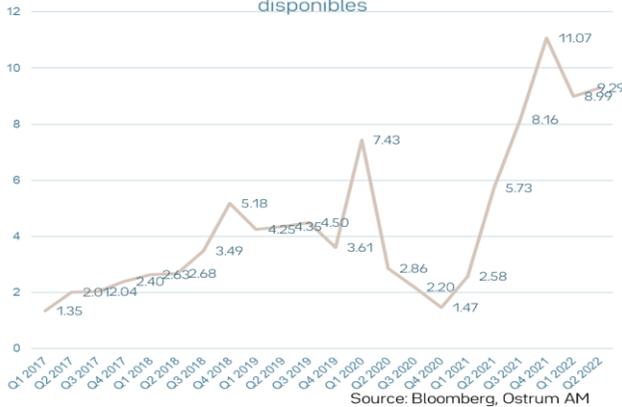
Les investisseurs actuels ont aussi changé de point de vue sur le secteur. La perspective d'un baril à 80 dollars à long terme n'est plus suffisante pour les investisseurs en actions, compte tenu des exigences liées à l'ESG, de la volatilité des marchés et de l'impact du resserrement monétaire de la Fed sur les cours boursiers. En 2020, le financement a évidemment été réduit, compte tenu de la forte baisse des flux de trésorerie. Avec des prix du brut oscillant autour de 110 à 120 dollars, les sociétés pétrolières et gazières génèrent de nouveau beaucoup de liquidités, mais les actionnaires exigent des plans de rachats d'actions et le versement de dividendes élevés.

SPX Energie - Retour à l'actionnaire (Mds \$)



La croissance et l'investissement viennent loin derrière les objectifs de rendement des actionnaires à l'ère de la « fin du pétrole ». La « vieille finance » fait néanmoins son retour, mais les compagnies pétrolières restent toujours enclines à rembourser leurs dettes.

SPX Energie - Rendement des cash-flows disponibles



## L'industrie pétrolière dans la transition

### Trouver le bon équilibre

La transition énergétique est une nécessité incontournable. Le besoin de décarboner va profondément remodeler l'économie mondiale. Mais la transition ne peut se faire du jour au lendemain, ni même en quelques années. La demande de pétrole ne disparaîtra pas avant plusieurs décennies. L'utilisation de combustibles fossiles (pétrole, gaz, charbon) continuera d'augmenter parallèlement aux énergies renouvelables. Il s'agit de se concentrer sur les objectifs fondamentaux de réduction des émissions. Le coût des énergies renouvelables devrait continuer de baisser à mesure que la technologie s'améliore. Cela ne veut pas dire que la capture du carbone en amont ne doit pas être améliorée.

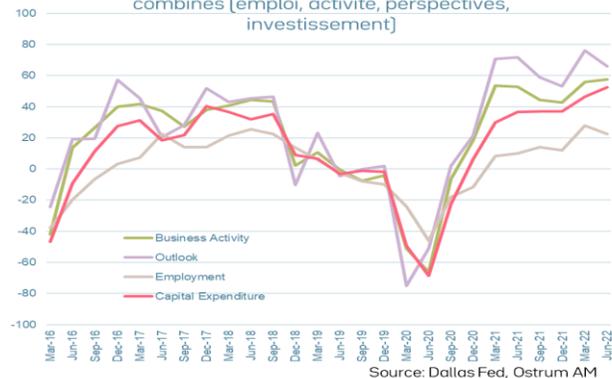
Il existe un dilemme. Il convient de réduire le financement de l'industrie des combustibles fossiles pour promouvoir et financer la production d'énergie propre. Cependant, abandonner brutalement l'industrie pétrolière équivaldrait à imposer une taxe sur le carbone estimée à environ 250 dollars la tonne de carbone, aux prix actuels du pétrole.

À ce stade, il est aussi essentiel d'éviter les problèmes sociaux et une polarisation du débat public. Passer à des alternatives propres peut être coûteux (véhicules électriques, pompes à chaleur) ou nécessiter de gros investissements avant d'être accessible au plus grand nombre. Une transition désordonnée pourrait sans doute conduire à des troubles sociaux. Plus largement, les enjeux géopolitiques de la transition énergétique semblent jouer un grand rôle dans l'agression de l'Ukraine menée par la Russie. Cela ne peut être ignoré. Il n'y aura pas de transition sans sécurité énergétique, ni prise de conscience collective du pic de la production pétrolière à venir.

## Perspectives de court terme pour le secteur pétrolier

L'enquête trimestrielle de la Fed de Dallas est très instructive quant aux perspectives de l'industrie pétrolière américaine. Le sondage couvre les entreprises d'exploration et de production, ainsi que les sociétés de services de soutien pétrolier et gazier.

Enquête de la Fed de Dallas : E&P et O&G Services combinés (emploi, activité, perspectives, investissement)



L'activité dans le secteur du pétrole et du gaz a augmenté à un rythme soutenu au deuxième trimestre de 2022. L'indice d'activité des entreprises a légèrement augmenté, passant de 56,0 au premier trimestre à 57,7 (un record sur l'historique de 6 ans de l'enquête). Les dépenses d'investissement devraient s'accélérer l'année prochaine. L'indice de la production pétrolière reste bien au-dessus de la moyenne, mais ralentit de 45,0 au premier trimestre à 32,6

au deuxième trimestre. La plupart des dirigeants s'attendent à ce que la production de pétrole brut aux États-Unis augmente de 1,0 mb/j au plus de décembre 2021 à décembre 2022. Un tiers des participants à l'enquête ont déclaré qu'il faudrait 4 à 6 mois à leur entreprise pour forer et achever un puits supplémentaire et 48 % d'entre eux évoquent un délai de 7 à 12 mois.

Les coûts sont en augmentation pour un sixième trimestre consécutif. Une large majorité de sondés (94 %) rapportent des problèmes de chaîne d'approvisionnement ayant un impact négatif sur leur entreprise. La plupart s'attendent à ce que ces difficultés d'approvisionnement persistent encore un an. L'enquête identifie en effet d'importantes pénuries d'équipements en acier (tels que des tiges de forage, tubes) en partie à cause de la guerre en Ukraine. Les équipements, le personnel, le sable et les produits chimiques manquent également. Pour les entreprises du secteur E&P, l'indice des coûts de recherche et de développement progresse fortement de 56,0 au premier trimestre à 70,6 au deuxième. Les charges d'exploitation locatives augmentent sensiblement, passant de 58,9 à 74,1. Il faut aussi plus de temps aux entreprises pour recevoir les matériaux et l'équipement.

Les entreprises de services pétroliers rapportent une amélioration de l'ensemble des indicateurs clés. L'indice d'utilisation des capacités est passé de 50,0 à 66,7 au deuxième trimestre. La marge d'exploitation a progressé dans ce contexte, grâce à une meilleure capacité de relever les prix. Tous les indicateurs relatifs au marché du travail au deuxième trimestre sont restés bien orientés, indiquant une forte croissance de l'emploi, des heures et des salaires.

En moyenne, les répondants s'attendent à un prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI) de 108 \$ le baril d'ici la fin de l'année 2022 (les prévisions s'échelonnent de 65 \$ à 160 \$). Les participants à l'enquête s'attendent à ce que les prix du gaz naturel Henry Hub s'élèvent à 7,55 \$ par million d'unités thermiques britanniques (MMBtu) à la fin de l'année.

## Politiques énergétiques aux États-Unis

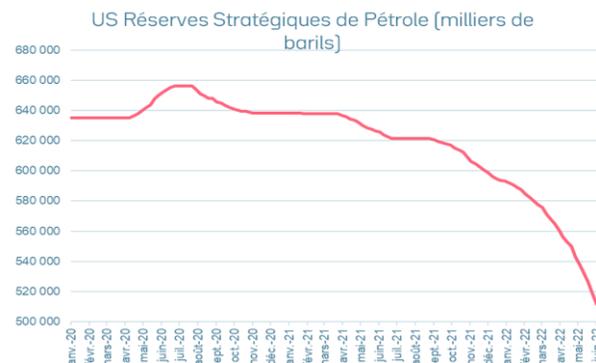
Inutile de dire que l'administration actuelle n'a pas beaucoup d'amis dans l'industrie pétrolière. Vu du Texas, le gouvernement Biden a déclaré la guerre aux combustibles fossiles. Selon les dirigeants des compagnies pétrolières, obtenir tout type de permis d'exploitation reste difficile, voire impossible, et les délais sont interminables. Le jeu politique se poursuit en arrière-plan, alors que les décisions mises en œuvre ciblent en priorité le consommateur au détriment du producteur.

### L'utilisation inefficace des réserves stratégiques

Le prix du pétrole est déterminant pour l'activité économique. La Réserve fédérale laisse désormais entendre qu'elle pourrait tolérer une récession, si elle s'avérait nécessaire pour faire baisser l'inflation. Il convient donc d'étudier les politiques susceptibles de peser sur les prix de l'énergie.

Les réserves de pétrole stratégiques (SPR) sont généralement considérées comme un outil destiné à favoriser les investissements pétroliers. Il s'agit d'une capacité importante de stockage à long terme qui peut être utilisée comme signal pour les producteurs, alors que l'offre de brut apparaît inélastique aux prix. Le Department of Energy (ministère américain de l'Énergie) utilise sa capacité de stockage pour fournir une forme d'assurance sur les prix du pétrole, garantir l'offre physique et arbitrer les sources d'approvisionnement à l'étranger.

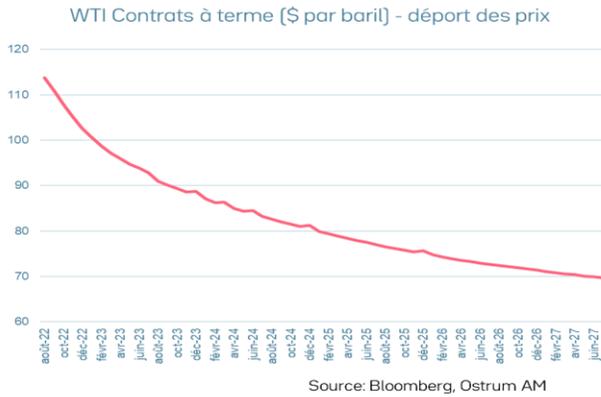
La réserve stratégique de pétrole a été utilisée à ces fins. L'administration Biden a décidé de vendre 180 millions de barils sur le marché, soit environ 1 million de barils par jour, sur une période de six mois. Les dernières données suggèrent que la diminution des réserves a même été plus rapide que prévu, compte tenu de la flambée des prix de l'essence. Le recours à la réserve stratégique est motivé politiquement, alors que le prix de l'essence constitue un sujet de préoccupation majeur pour les ménages dans la perspective des élections de mi-mandat prévues en novembre aux États-Unis.



Source: Bloomberg, Ostrum AM

### « Backwardation » ou l'inversion de la courbe des prix du pétrole

Le problème à résoudre est celui du déport des prix sur le marché pétrolier : les prix du brut à terme se négocient bien plus bas que le baril au comptant.



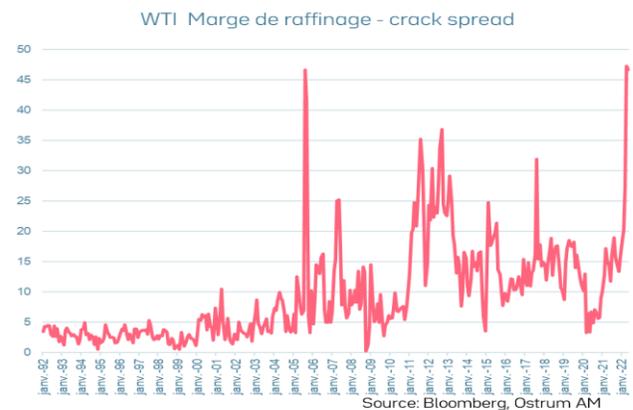
Les prix au comptant élevés permettent des bénéfiques records pour le secteur. Il n'y a aucune raison de soutenir davantage les profits. L'urgence pour l'administration Biden semble être de réduire la facture énergétique des consommateurs. Le recours à la SPR, à des fins politiques, a été critiquée comme un exemple de mauvaise utilisation d'une ressource rare. Cela étant, les consommateurs ne se soucient que des prix au comptant. Ne pas faire baisser le prix courant pourrait faire augmenter les anticipations d'inflation des ménages et forcer la Fed à resserrer davantage la politique monétaire. Inversement, les producteurs ne se soucient que des prix à long terme. Ils assurent leurs revenus en vendant la production future à des prix prédéterminés. Une politique efficace associerait, à chaque baril vendu chaque jour sur le marché, des achats à terme par le DoE signalant aux producteurs que les prix seront soutenus. Dans le jargon de Wall Street, il s'agirait d'aplatir la courbe du pétrole, vendre au comptant et acheter des contrats à terme. Cela constituerait une politique plus active et efficace pour infléchir les dynamiques de l'offre et de la demande de pétrole.

Le gouvernement américain pourrait également décider de suspendre une taxe de 18 cents sur le gallon d'essence pour soutenir le pouvoir d'achat. Il s'agit d'une subvention au consommateur qui présente évidemment des inconvénients en termes d'incitations à réduire la consommation pour ceux qui le peuvent. On peut aussi y voir une forme de subvention déguisée aux producteurs, étant donné qu'au-delà de 120 \$ le baril, la demande est censée diminuer.

### Explosion des marges de raffinage

Au sujet des prix élevés de l'essence, il existe une contrainte supplémentaire pour faire baisser les prix. La capacité de raffinage aux États-Unis vieillit. Pendant des années, le raffinage a été une activité à faible marge, en raison d'un excédent de capacité. Il n'y a eu aucun investissement nouveau dans le secteur du raffinage depuis 1977 aux États-Unis. Avant l'abrogation de l'interdiction d'exporter du pétrole, les raffineurs américains bénéficiaient de facto

d'une « subvention », car le brut WTI s'échangeait à prix réduit par rapport aux pétroles de qualité similaire sur les marchés internationaux. Cette subvention implicite a disparu, des capacités de production ont été arrêtées pendant la récession Covid et de nouvelles raffineries situées dans les marchés émergents (Nigéria, Chine, Inde...) ont accru la concurrence étrangère. Tous ces éléments ont contribué à une augmentation des marges de raffinage difficile à corriger rapidement. Par exemple, une raffinerie centenaire au Texas aurait besoin d'un investissement de 3 milliards de dollars pour continuer de produire normalement. Une solution du gouvernement pour financer ces 3 milliards de dollars pourrait aider, en l'absence de financement du secteur privé.



### La proposition du G7 de plafonner les prix du brut russe

Les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada ont déjà annoncé l'interdiction d'importation du pétrole russe, tandis que l'Union européenne prévoit d'interdire le pétrole brut russe transporté par mer d'ici décembre et les carburants au début de l'année prochaine. Les États-Unis font maintenant pression pour un plafonnement des prix, afin de limiter les revenus de la Russie et de maintenir l'approvisionnement en énergie. Le mécanisme permettrait le transport du brut et des produits pétroliers russes vendus en dessous d'un seuil de prix. Les acheteurs pourront continuer à utiliser l'assurance fournie par l'International Group of Protection & Indemnity Clubs de Londres (qui couvre 95 % de la flotte mondiale), tant qu'ils respectent ce prix maximum. Reste à savoir si les acheteurs actuels de pétrole russe, dont la Chine et l'Inde, s'associeraient à ce mécanisme.

## Conclusion

**Le signal des prix ne semble plus fonctionner pour l'offre de pétrole. La production américaine de brut est confrontée à des vents contraires structurels, à un rationnement du**

crédit dû aux enjeux ESG et à d'autres obstacles à la croissance liés à l'inflation et aux problèmes d'approvisionnement. La sécurité énergétique est cependant devenue un enjeu majeur pour assurer une transition sans heurts dans un contexte international

difficile. Les politiques menées aux États-Unis et ailleurs pourraient être mieux conçues pour atténuer les pressions sur les prix, tout en préservant les ambitions climatiques.

**Axel Botte**

## • La revue des marchés

# Panique à la clôture

### Semestre apocalyptique pour le risque, achevé par un plongeon retentissant des taux ignorant le message des Banques centrales

Le S&P 500 vient d'enregistrer son pire premier semestre depuis 52 ans et les premiers échanges de la seconde moitié de l'année n'augurent rien de bon. Les rendements obligataires replongent, en raison des craintes de récession, des flux d'extension de maturités de fin de mois et, de manière générale, du refus des intermédiaires financiers de prendre des risques à la clôture semestrielle. L'illiquidité du marché du crédit provoque des hausses de spreads considérables. Après les taux et les swap spreads, ce sont finalement les spreads de crédit qui explosent à la hausse. Les marchés financiers semblent croire que les Banques centrales vont capituler et renoncer à leur objectif de ramener l'inflation à la cible de 2 %. La pente des courbes de taux s'accroît nettement au cours de la semaine. La réunion de Sintra n'apporte pourtant aucun élément attestant d'une détente monétaire à venir. L'inflation n'est pas maîtrisée, mais le repli des matières premières alimente les thématiques de récession et l'espoir d'une décélération autonome de l'inflation. Le dollar américain reste le refuge par défaut. Le franc suisse est à parité et le dollar-yen oscille autour de 135 dans l'attente d'une hypothétique intervention de la BoJ.

L'économie américaine a épuisé son potentiel. La croissance du deuxième trimestre devrait être légèrement négative. La demande interne privée, seul moteur de la croissance au premier trimestre, ralentit. La consommation de biens reflue sous l'effet de l'inflation et du ralentissement de l'investissement immobilier induit par la hausse des taux hypothécaires. La consommation des ménages devrait progresser entre 1 % et 1,5 % en rythme annualisé entre avril et juin. L'investissement des entreprises reste dynamique. La production de biens d'équipement affichera une croissance annualisée à deux chiffres. La demande publique freine la croissance depuis plusieurs trimestres, mais le soutien à l'Ukraine inversera la baisse des dépenses militaires. Le solde extérieur devrait s'améliorer à la marge après la longue dégradation caractéristique d'une demande interne en surchauffe. En zone euro, les enquêtes conjoncturelles préfigurent une inflexion. Les PMI, plébiscités par les intervenants de marchés, se maintiennent toutefois au-dessus du seuil fatidique de 50. L'inflation est hors de contrôle à 8,6 % en juin. On relève toutefois une stabilisation dans les prix des services (3,4 %). L'accalmie inattendue de l'inflation allemande (8,1 %) provient de la baisse sans précédent du coût des transports publics.

L'action des prix sur les marchés financiers témoigne d'une préférence accrue pour les actifs liquides et sûrs. Le T-note

replonge violemment entraînant l'ensemble des marchés obligataires du G10. Le rendement du 10 ans américain (2,85 %) a diminué de 65 pb depuis le sommet du 14 juin. Si l'activité économique est variable, la perception des risques par les investisseurs spéculatifs l'est encore plus. Le consensus baissier sur les taux d'intérêt s'est ainsi renversé malgré la persistance de l'inflation. Il s'agit donc principalement d'une baisse des taux réels. Le discours de Sintra, volontariste sur la question de l'inflation, ne trouve aucun écho sur les marchés financiers. Certes, la clôture comptable a pu favoriser les extensions de duration et la préférence pour la liquidité, mais le revirement apparaît exagéré. En seulement deux semaines, le 2 ans allemand a effacé 125 pb à 150 pb de resserrement. L'amplitude hebdomadaire du 2 ans allemand est la plus forte jamais enregistrée. Les spreads souverains s'ajustent à la baisse des rendements sans risque. La perspective d'un outil anti-fragmentation accélère la convergence des spreads. Le BTP italien à 10 ans se resserre de 16 pb contre la référence allemande à 186 pb, alors que l'OAT s'élargit de 4 pb pour tutoyer les 60 pb. La redistribution des tombées du portefeuille de la BCE crée une pression particulière sur les dettes française et belge. Le diable est dans les détails du mécanisme anti-fragmentation qui devrait être rendu public le 21 juillet.

Sur les marchés d'actifs risqués, les flux suivent les craintes de récession. Au plan mondial, environ 5,8 Mds \$ sont sortis des fonds d'actions. La technologie américaine a plongé, les services publics offrant le seul amortisseur. L'accélération baissière sur les taux n'offre qu'un bref répit sur les valeurs de croissance, en retard de performance par rapport à la thématique des dividendes.

Les flux obligataires finaux sont défavorables au crédit. Ces rachats ont des conséquences considérables sur la liquidité des marchés risqués, les intermédiaires refusant de prendre des positions à l'approche de la clôture comptable. Le crédit IG (+ 56 pb contre Bund en juin) est dans une dynamique apocalyptique ; le mois de juin est la conséquence de la hausse des taux passée et de l'élargissement des swap spreads. Le marché primaire reste peu étoffé (- 13 % sur janvier-juin par rapport à l'an passé), les primes à l'émission élevées n'amortissent pas la tendance en secondaire. Le secteur des foncières (en Suède, notamment) reste chahuté et les dettes hybrides subissent leur sensibilité crédit élevée. Les indices offrent la seule couverture possible du risque de crédit, mais la violence du mouvement d'élargissement laisse augurer de possibles ventes de protection. Le high yield est en fort écartement, avec des performances très négatives en juin (- 7 %). La tendance à la décompression BB contre B s'accroît, signe d'une montée de l'aversion pour le risque. Les segments B et moins bien notés sont totalement délaissés et, là aussi, la liquidité est inexistante. Le marché du high yield se traite autour de 650 pb.

**Axel Botte**

Stratégiste international

## ● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.56%	-35	-11	+118
EUR Bunds 10a	1.27%	-28	-1	+145
EUR Bunds 2s10s	70.6bp	+7	+10	+27
USD Treasuries 2a	2.83%	-29	+18	+210
USD Treasuries 10a	2.88%	-32	-5	+137
USD Treasuries 2s10s	4.3bp	-3	-23	-73
GBP Gilt 10a	2.12%	-27	-3	+115
JPY JGB 10a	0.24%	-1	+4	+7
EUR Spreads Souverains (10a)	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	57.95bp	+5	0	+20
Italie	189.52bp	-7	-3	+54
Espagne	104.77bp	-6	-4	+30
Inflation Points-morts (10a)	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.49%	-19	-32	+39
USD 10a Inflation Swap	2.67%	-18	-29	-10
GBP 10y Inflation Swap	4.02%	-2	-21	-15
EUR Indices Crédit	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	216bp	+15	+53	+121
EUR Agences OAS	76bp	+5	+11	+27
EUR Obligations sécurisées OAS	82bp	+4	+10	+36
EUR High Yield Pan-européen OAS	660bp	+72	+181	+342
EUR/USD Indices CDS 5a	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	120bp	+11	+32	+72
iTraxx Crossover	590bp	+53	+150	+348
CDX IG	101bp	+6	+20	+51
CDX High Yield	577bp	+49	+105	+285
Marchés émergents	4-juil.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	540bp	+33	+91	+171
Devises	4-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.043	-1.455	-2.487	-8.3
GBP/USD	\$1.212	-1.215	-3.320	-10.5
USD/JPY	JPY 135	0.052	-2.593	-15.0
Matières Premières	4-juil.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$111.8	\$0.9	-\$5.2	49.51871658
Or	\$1 810.0	-\$12.9	-\$31.4	-1.0502
Indices Actions	4-juil.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 825	-2.21	-6.89	-19.7
EuroStoxx 50	3 471	-1.93	-8.27	-19.3
CAC 40	5 983	-1.06	-7.75	-16.4
Nikkei 225	26 154	-2.67	-5.79	-9.2
Shanghai Composite	3 405	0.78	6.57	-6.4
VIX - Volatilité implicite	26.70	-1.95	7.70	55.1

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-1800014 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](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 ...04/07/2022

### 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)