

# STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

9 mars 2020 /// n°10-2020

## La fin de l'OPEP provoque un Krach financier

### Points clés

- Effondrement des actions européennes à l'ouverture de lundi (-10%)
- Le marché américain suspendu à la baisse (-7%)
- L'absence d'accord sur la production pétrolière pousse le baril sous 35\$
- Explosion des spreads des indices de crédit, les périphériques sous pression

L'OPEP vit sans doute ses derniers jours. Le pétrole s'est effondré à 35\$ le baril de Brent entraînant des débouchements massifs à l'ouverture des marchés d'actions lundi 9 mars.

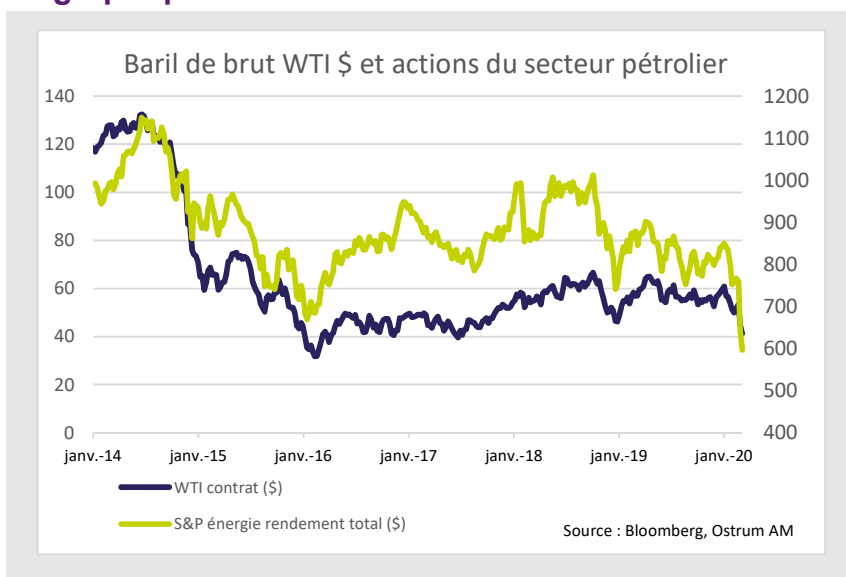
Les contrats à terme européens affichaient des pertes proches de 10% par rapport à la clôture hebdomadaire. Les marchés américains ont ensuite été suspendus à la baisse après un mouvement de 7%. Le VIX s'échange au-dessus de 50%.

Le repli vers l'actif sans risque s'avère massif. Le Bund à 10 ans casse le plancher de -0,80% alors que le T-note touchait un point bas historique en séance

à 0,31%. La liquidité des dettes périphériques est extrêmement faible lundi matin comme celle du marché du crédit. Les spreads de crédit s'élargissent violemment en particulier via les instruments de couverture comme les indices iTraxx.

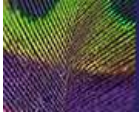
La panique des Banques Centrales est palpable avant la réunion de la BCE prévue le jeudi 12 mars. Des mesures d'assouplissement seront probablement mis en œuvre. L'euro remonte au-dessus d'1,14\$. Le yen japonais retrouve son caractère de valeur refuge à 102. Les positions de portage sur le peso mexicain sont liquidées.

### Le graphique de la semaine



Le refus de la Russie de s'aligner sur la position saoudienne a causé un Krach pétrolier. Le baril de WTI a plongé de 30% vers 31\$.

L'objectif de la Russie est de répondre aux sanctions américaines en faisant pression sur les producteurs de pétrole schiste mais cette stratégie de prix bas à l'initiative de Riyadh avait échoué en 2014. La pression financière provoquera des défauts, une perte de capitalisation et des restructurations mais signera la fin de l'OPEP, qui a perdu son pouvoir de marché.



## L'OPEP n'est plus viable

La crise du coronavirus a provoqué une baisse significative de la demande mondiale de pétrole. Les pays exportateurs ont tenté de s'accorder sur une nouvelle réduction de la production. L'OPEP devait diminuer sa production d'1mn barils par jour sous réserve que la Russie et les pays alignés sur Moscou réduisent leur production de 500kbpj. Le refus de la Russie de participer à l'effort de redressement des prix a provoqué un Krach. Le baril de Brent a rapidement perdu 15\$ pour s'établir à 32\$ lundi matin, soit le plus bas niveau depuis 2016. L'échec de la coordination traduit la fragilité d'un cartel qui ne constitue plus le producteur marginal depuis l'avènement du pétrole de schiste américain. De fait, l'indépendance énergétique aux Etats-Unis a permis à l'Administration Trump d'imposer de lourdes sanctions sur plusieurs pays dont la Russie sans subir d'effet néfaste sur le coût de l'énergie. La stratégie non-coopérative de la Russie vise peut-être à porter un coup d'arrêt à l'essor du pétrole américain, voire à peser sur les chances de réélection de Donald Trump si le Texas connaissait une récession. Cette stratégie apparaît risquée. La capacité de la Russie a résisté à une baisse des prix est sans doute supérieure à 2014 mais la chute du rouble (74 pour un dollar) engendra rapidement une contraction de la demande interne. L'Arabie Saoudite, engagée dans plusieurs conflits régionaux, est en outre en pleine guerre de succession au Trône. Son point mort budgétaire se situe à 83\$ le baril, voire au-delà. L'abandon de la politique de restriction de l'offre aura des conséquences désastreuses dans le Royaume et d'autres pays producteurs notamment en Afrique subsaharienne.

## La panique des Banques Centrales

La chute des prix du pétrole a un effet ambigu sur l'économie américaine. La production pétrolière atteint 13mnbpj malgré un niveau d'investissement très inférieur aujourd'hui par rapport à 2014. Le bond de la productivité du secteur après l'élimination des entreprises fragiles en 2016 va se répéter. Les défauts de paiements sont inévitables mais les restructurations n'altèrent pas les capacités de production à terme. Par ailleurs, les ménages bénéficient grandement de la baisse des coûts de l'énergie. Certaines estimations chiffrent le pouvoir d'achat additionnel à 125mds \$ par an, soit environ 0,6pp de PIB. La baisse historique des taux d'intérêt à long terme provoque déjà une vague de refinancement hypothécaire libérant également des ressources pour consommer pourvu que la confiance se maintienne. Le rôle de la Fed est assez clair dans ce contexte. La baisse de 50pb des taux sans attendre le FOMC du 18 mars n'a pas réduit la volatilité des marchés mais d'autres mesures seront mises en œuvre. Le collatéral éligible aux opérations de repo sera sans doute élargi aux dettes privées à l'instar du dispositif TALF de 2008. L'objectif est d'éviter le rationnement du crédit si le bilan des banques s'avère

contraint. La réduction des Fed Funds à 0% pourrait intervenir à très brève échéance. On ne peut exclure une reprise des achats d'actifs. Le contexte de volatilité extrême sur les actions milite pour le maintien d'une position acheteuse de Treasuries, quels que soient les niveaux cotés. Le 10 ans américain a touché 0,31% au plus bas de la séance asiatique lundi. Les rendements américains sont désormais sous 1% sur l'ensemble des maturités. La croissance américaine n'est pas en cause comme en témoignent les publications de l'emploi (273k nouvelles embauches en février) et l'enquête ISM des services (57,3). La Fed est bien davantage la banque du dollar que celle des Etats-Unis. La contraction des échanges mondiaux liée à la crise sanitaire engendra des défauts de paiements en dollars. L'activation des lignes de swaps entre la Fed et les autres Banques Centrales constitue une ligne de défense utile pour améliorer la liquidité en dollars dans le reste du monde.

## La BCE pressée d'intervenir

De son côté, les marges de la manœuvre de la BCE sont plus limitées. La conférence de presse de Christine Lagarde constitue l'événement de la semaine. L'agenda de la revue stratégique a définitivement été bousculé par le coronavirus. La coordination des politiques monétaires passe par l'acceptation d'un euro plus fort. Une baisse des taux serait désastreuse pour les banques mais un geste envers les marchés financiers paraît inévitable à ce stade. La priorité sera d'assurer la liquidité des banques et des entreprises pour éviter une crise de solvabilité. Parallèlement, les achats de crédit seront probablement priorisés dans l'APP. La liste de collatéraux éligibles pourrait être étendue pour faciliter le financement à court terme des PME au travers du programme de TLTRO ou via de nouvelles opérations. Le Bund reste la valeur refuge d'autant que la vente d'emprunts périphériques et de crédit est rendue difficile par les conditions de liquidité.

## Suspension des marchés aux Etats-Unis

La spirale baissière sur les marchés d'actions semble sans limite. L'accélération de lundi a provoqué la suspension de la cotation aux Etats-Unis après une baisse de 7% peu de temps après l'ouverture. La liquidation des positions se poursuit après la chute brutale du baril de brut. Les gestions et fonds spéculatifs avaient réduit leur position nette acheteuse d'un tiers au 3 mars. Le niveau de capitulation est impossible à déterminer mais c'est la clé pour revenir sur les actifs risqués. Du côté du crédit, les instruments de macro-couverture comme les indices de CDS se sont envolés en début de séance le 9 mars. L'indice IG se situe aux alentours de 110pb. L'iTraxx XO cote environ 500pb. Ces spreads sont incompatibles avec le risque de défaut historique mais les dégradations de BBB attendues risquent d'engorger le marché du high yield.

**Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-1 %	-18	-36	-40
EUR Bunds 10a	-0.86%	-23	-47	-67
EUR Bunds 2s10s	15 bp	-5	-11	-27
USD Treasuries 2a	0.38 %	-52	-102	-118
USD Treasuries 10a	0.51 %	-65	-107	-141
USD Treasuries 2s10s	13 bp	-14	-6	-22
GBP Gilt 10a	0.16 %	-25	-41	-66
JPY JGB 10a	-0.16 %	-5	-13	-15
EUR Spreads Souverains (10a)	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	47 bp	+15	+22	+17
Italie	228 bp	+52	+95	+68
Espagne	112 bp	+21	+45	+47
Inflation Points-morts (10a)	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	38 bp	-26	-46	-
USD TIPS	100 bp	-46	-66	-79
GBP Gilt Indexés	283 bp	-19	-26	-29
EUR Indices Crédit	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Crédit IG OAS	128 bp	+14	+37	+35
EUR Agences OAS	56 bp	+6	+14	+12
EUR Obligations sécurisées OAS	50 bp	+7	+12	+9
EUR High Yield Pan-européen OAS	465 bp	+46	+143	+161
EUR/USD Indices CDS 5a	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	105 bp	+38	+62	+61
iTraxx Crossover	467 bp	+161	+253	+261
CDX IG	115 bp	+48	+69	+69
CDX High Yield	554 bp	+182	+263	+274
Marchés émergents	9-mars-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	402 bp	+29	+101	+111
Devises	9-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.146	+2.68	+5.02	+2.04
GBP/USD	\$1.312	+2.37	+1.59	-1.12
USD/JPY	¥102.14	+5.09	+7.39	+6.31
Matières Premières	9-mars-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$34.5	-\$17.4	-\$20.3	-\$30.2
Or	\$1 677.0	\$31.7	\$100.5	\$154.2
Indices Actions	9-mars-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 770	-10.38	-16.77	-14.28
EuroStoxx 50	2 959	-11.37	-22.10	-20.99
CAC 40	4 708	-11.73	-21.92	-21.25
Nikkei 225	19 699	-7.71	-16.83	-16.73
Shanghai Composite	2 943	-0.93	1.83	-3.50
VIX - Volatilité implicite	53.27	59.40	244.34	286.57

Source: Bloomberg, Ostrum Asset Management

## Rédaction



**AXEL BOTTE**  
**STRATÉGISTE**  
axel.botte@ostrum.com

## Avertissement

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 notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui 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 perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

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. 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 et en Belgique : 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 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.



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 27 772 359 euros – 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)