

STRATÉGIE HEBDO

Document destiné aux clients professionnels

27 avril 2020 /// n°17-2020

L'impensable Krach pétrolier

Points clés

- **Le baril de brut s'échange à un prix négatif**
- **Voit-on une bulle d'anticipations sur les actions ?**
- **Emissions record de crédit aux Etats-Unis**
- **S&P maintient la notation du souverain italien (BBB)**

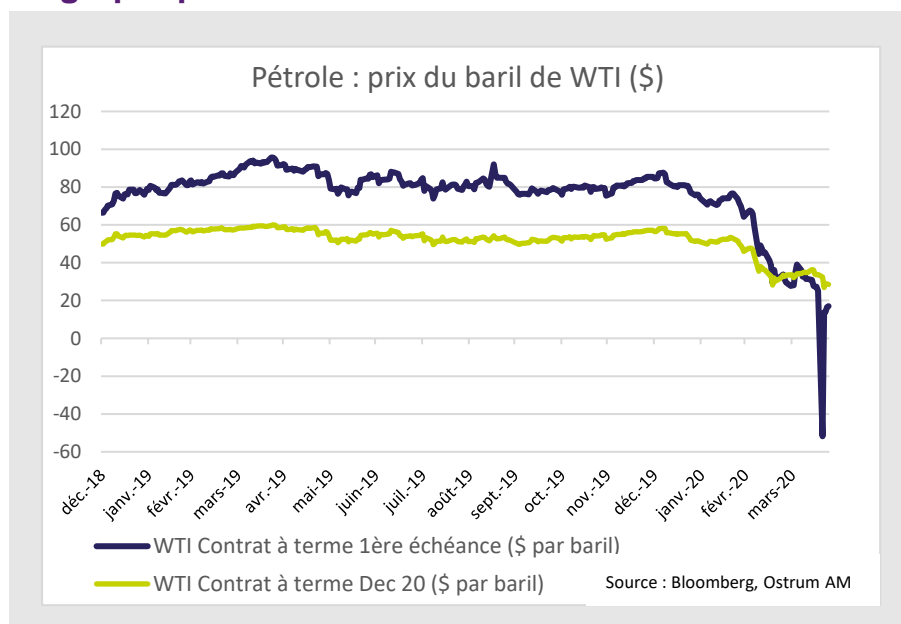
Le krach pétrolier a provoqué une situation inédite de prix négatifs pour le baril de brut. Dans ce contexte, les marchés d'actions ont cédé du terrain perdant, selon les indices, entre 1,4% (S&P500) et autour de 3% (Euro Stoxx 50, Nikkei 225). Les banques européennes continuent de décrocher affichant des performances de -50% en 2020.

Le T-note à 10 ans oscille autour de 0,60%. Le crédit américain soutenu par les dispositifs de la Fed résiste à un déluge d'émissions depuis un mois. Les spreads IG américains se situent autour de 210bp.

En Europe, le Bund a touché -0,50% et, si la volatilité reste élevée sur les spreads périphériques, la BCE assure l'accès au marché des souverains. L'Italie n'a pas été dégradée par S&P (BBB), ce qui constitue un signe favorable. Le crédit reste bien orienté compte tenu de spreads attrayants de l'ordre de 200pb contre Bund.

Le dollar reste fort et seul le yen résiste à l'excès de demande de billet vert. L'euro cote autour d'1,08\$. Les devises latino-américaines sont sous pression.

Le graphique de la semaine



Le prix du pétrole s'est effondré à l'approche du roulement du contrat mai sur l'échéance suivante de juin.

L'effondrement des cours a fait apparaître une situation inédite de prix négatif. Au plus bas du 20 avril, le baril livré en mai s'est échangé à -55\$.

L'excès d'offre ne sera pas résorbé par l'accord annoncé par l'OPEP+ récemment. En outre les capacités de stockage, y compris les tankers, sont proches de la saturation. Le prix à terme (décembre 2020) a également chuté sous les 30\$, un niveau insuffisant pour rentabiliser la production dans la plupart des pays.

Krach sur l'or noir

L'évènement de la semaine est sans nul doute l'effondrement des cours du pétrole. Les prix de l'or noir pour livraison fin mai aux Etats-Unis ont même atteint des niveaux de prix négatifs difficilement concevables. Le baril de WTI s'est ainsi échangé à -55\$ en séance le 20 avril. Les producteurs sont alors sommés de subventionner le consommateur. De fait, plusieurs entreprises productrices de brut ont activé des causes de force majeure ('voire d'acte divin') afin de contester cette dépense. L'accélération baissière des prix du baril s'explique à la fois à l'équilibre économique sur le marché physique et au fonctionnement des marchés à terme où les ETFs ont accumulé des positions gigantesques ces dernières années. L'effondrement de la demande de pétrole est chiffré entre 25 et 35 mn de barils par jour pour les deux mois à venir. Or les réductions de production décidées par l'OPEP+ et d'autres pays producteurs n'atteignent au mieux que 15mbpj. Les capacités de stockage sont largement utilisées et l'arbitrage n'est plus favorable au stockage flottant avec la hausse des prix du fret. Les Etats-Unis ont émis l'idée de subventionner les entreprises du secteur pour ne pas produire et d'augmenter les réserves stratégiques mais la capacité restante n'est en réalité que de 70mbpj. La faillite des producteurs de pétrole de schiste contribuera dans le temps au rééquilibrage du marché mais il apparaît évident que l'OPEP+ devra rapidement revoir sa copie.

Le marché dans une bulle d'anticipations

Sur le plan économique, les enquêtes de conjoncture dépeignent un arrêt de l'activité quasi-total notamment dans les services en Europe comme aux Etats-Unis. L'optimisme qui transparait dans l'enquête ZEW d'avril semble davantage se référer à la remontée des indices boursiers qu'à une réelle anticipation de reprise économique. L'IFO allemand n'augure d'ailleurs rien de bon pour les prochains mois. On peut craindre en effet que le rebond des marchés d'actions ne traduise qu'une nouvelle bulle d'anticipations.

Les actions effacent déjà 2020

Les marchés d'actions se stabilisent autour de 2800 sur l'Euro Stoxx 50, environ 1000 points sous les sommets de février. La forte baisse des résultats inscrite dans les projections pour les indices européens est de l'ordre de 25 à 30% mais les analystes entrevoient un retour aux profits de 2019 dès l'an prochain. Aux Etats-Unis, les bénéfices projetés du S&P en 2021 se situent même 15% au-dessus de 2019. Il n'est pas rare de voir les marchés d'actions ignorer une chute transitoire des bénéfices mais la crise actuelle, inédite dans son scénario, milite pour le maintien d'une prime de risque élevée et donc d'une décote sur les multiples de valorisation. La volatilité reste d'ailleurs élevée. Le V2X cote encore autour de 40% contre 14% à la mi-février. La plupart des entreprises cotées ne s'engagent plus sur les résultats de 2020 et les versements de

dividendes ont été ajustés à la baisse de 40%. Les bénéfices du segment des petites capitalisations s'ajustent fortement à la baisse. Le secteur bancaire européen continue de plonger avec une performance proche de -50% en 2020. Les actions bancaires n'affichent aucun rebond au contraire des titres de capital contingent (Tier1) qui participent au rebond des actifs risqués depuis un mois.

Redressement des flux sur le crédit

Sur les marchés de taux, l'anesthésie générale semble prévaloir sur le marché des Treasuries. L'action de la Fed a considérablement réduit la volatilité autour d'un point pivot de 0,60% sur le T-note à 10%. La diminution des interventions journalières de la Fed préfigure peut-être une politique de ciblage des taux à long terme. La courbe est pentue mais la réduction de la volatilité favorisera son aplatissement. Une plus forte variabilité des spreads perdure sur le marché des MBS compte tenu des difficultés à attendre dans le secteur immobilier (baisse des prix, défauts, risque de liquidité). Le marché primaire du crédit investment grade américain connaît des émissions record depuis début mars. Le soutien de la Fed a permis ce redémarrage mais la hausse induite du levier combinée à la chute des excédents bruts d'exploitation dans la récession fait craindre une forte hausse du levier brut et de nouvelles dégradations de notations. Le spread IG moyen se situe juste au-dessus de 210pb contre Treasuries. Le high yield continue d'être porté par l'extension des achats de la Fed aux anges déçus et aux ETFs investis en high yield. Les flux vers l'IG et le high yield se sont nettement redressés.

En zone euro, le Bund bute sur son plancher naturel que constitue le taux de dépôt de -0,50%. Les états conservent un accès au marché appuyé par la BCE, au travers notamment du PEPP (70mds € dépensés en trois semaines sur les 750 annoncés). Les spreads périphériques se tendent avant chaque émission obligataire. Les primes par rapport au secondaire restent significatives (17pb sur le dernier emprunt italien 2050). Le maintien de la note de l'Italie par S&P (BBB perspectives négatives) favorise néanmoins un resserrement à court terme avant la décision de Moody's (Baa3 stable) le 8 mai. La BCE, qui se réunit jeudi, reste prête à augmenter l'enveloppe de PEPP. La difficulté à mettre en œuvre une réponse budgétaire à l'échelle de la zone euro oblige la Banque Centrale à assumer toujours plus de risques. L'institut d'émission acceptera en collatéral les titres ayant perdu leur notation investment grade depuis le 7 avril. Cette mesure devrait contribuer à améliorer la liquidité des obligations classée en catégorie spéculative (jusqu'à BB-). Le high yield européen offre un spread de 672pb.

Enfin, le dollar reste en forte demande (1,08\$). La cassure du niveau d'1,07\$ favorisera la remise en place de positions spéculatives vendeuses d'euro. Il conviendra de lui préférer le yen.

Marchés financiers

Emprunts d'Etats	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Bunds 2a	-0.67 %	0	+1	-7
EUR Bunds 10a	-0.46%	-1	+2	-27
EUR Bunds 2s10s	22 bp	-1	+1	-20
USD Treasuries 2a	0.23 %	+3	-1	-134
USD Treasuries 10a	0.62 %	+2	-5	-129
USD Treasuries 2s10s	39 bp	-1	-4	+4
GBP Gilt 10a	0.29 %	-4	-7	-53
JPY JGB 10a	-0.04 %	-6	-5	-2
EUR Spreads Souverains (10a)	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
France	48 bp	-4	+6	+18
Italie	221 bp	-18	+41	+61
Espagne	136 bp	+3	+35	+71
Inflation Points-morts (10a)	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR OATi (9a)	30 bp	-2	+1	-
USD TIPS	113 bp	+18	+12	-65
GBP Gilt Indexés	272 bp	-1	-15	-39
EUR Indices Crédit	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
EUR Credit IG OAS	194 bp	-6	-53	+101
EUR Agences OAS	75 bp	+0	+0	+31
EUR Obligations sécurisées OAS	69 bp	+1	+13	+28
EUR High Yield Pan-européen OAS	672 bp	+8	-225	+368
EUR/USD Indices CDS 5a	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
iTraxx IG	82 bp	-3	-11	+38
iTraxx Crossover	495 bp	-10	-75	+289
CDX IG	93 bp	+4	-12	+48
CDX High Yield	663 bp	+49	+63	+383
Marchés émergents	27-avr.-20	-1sem (pb)	-1m(pb)	2020 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	638 bp	+32	-52	+348
Devises	27-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
EUR/USD	\$1.085	-0.2	-2.63	-3.39
GBP/USD	\$1.243	-0.32	-0.28	-6.32
USD/JPY	¥107.04	+0.59	+0.84	+1.44
Matières Premières	27-avr.-20	-1sem (\$)	-1m(\$)	2020 (\$)
Brent	\$19.6	-\$6.0	-\$8.3	-\$44.5
Or	\$1 717.1	\$22.5	\$88.9	\$194.3
Indices Actions	27-avr.-20	-1sem (%)	-1m(%)	2020 (%)
S&P 500	2 858	1.22	12.44	-11.55
EuroStoxx 50	2 858	-1.77	4.74	-23.69
CAC 40	4 456	-1.59	2.41	-25.45
Nikkei 225	19 783	0.58	2.03	-16.37
Shanghai Composite	2 815	-1.30	1.56	-7.69
VIX - Volatilité implicite	35.20	-19.69	-46.29	155.44

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