

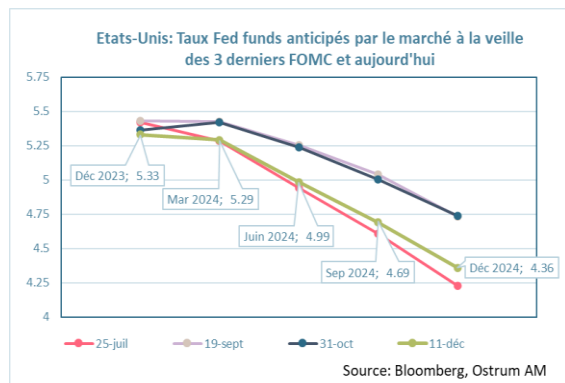
● Le thème de la semaine : La glissade du pétrole

- L'OPEP+ a annoncé des réductions de production qui n'ont pas réussi à impressionner les marchés de l'énergie, alors que les prix continuent de baisser ;
- Le degré de confiance et de coopération au sein de l'OPEP+ est faible, alors que de nombreux pays membres cherchent à augmenter leur production et que la Russie contourne les sanctions ;
- Pendant ce temps, la production américaine a bondi à un niveau record de 13,2 Mb/j, grâce au renforcement des capacités dans le cadre de la reprise post-Covid qui est désormais laissée de côté ;
- L'Arabie Saoudite parviendra-t-elle à peser sur l'offre de brut ou sera-t-elle dépassée par la production excédentaire des producteurs OPEP+ et non-OPEP ?

● La revue des marchés : Le retour de la *forward guidance* ?

- Etats-Unis : L'emploi en hausse de 199k en novembre ;
- Les Banques centrales doivent reprendre la main ;
- La BoJ laisse planer l'espoir de la sortie des taux négatifs ;
- Semaine favorable sur les actifs risqués.

● Le graphique de la semaine



Retour à la case départ ! Les anticipations de taux ont rarement été aussi fluctuantes. Le graphique ci-contre compare les trajectoires attendues des fed funds à la veille des FOMC du 26 juillet, du 20 septembre et du 1^{er} novembre et celles d'aujourd'hui sur cinq échéances trimestrielles jusqu'à décembre 2024.

Le scénario de taux élevés pour une période prolongée avait provoqué un décalage haussier des perspectives de Fed funds entre le 26 juillet et le 31 octobre, date à laquelle la rhétorique dominante est redevenue celle de l'assouplissement imminent de la Fed.

Pendant quelques mois, les marchés ont cru à des taux durablement élevés avant d'effacer le scénario « higher for longer » et d'intégrer des baisses rapides accompagnant la réduction prévue de l'inflation.

● Le chiffre de la semaine

5,1

Source : Bloomberg

La pollution de l'air liée aux énergies fossiles tue 5,1 millions de personnes par an dans le monde selon une étude du British Medical Journal. La pression s'accroît à la COP28 pour définir une stratégie de sortie des énergies fossiles.



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

•Thème de la semaine

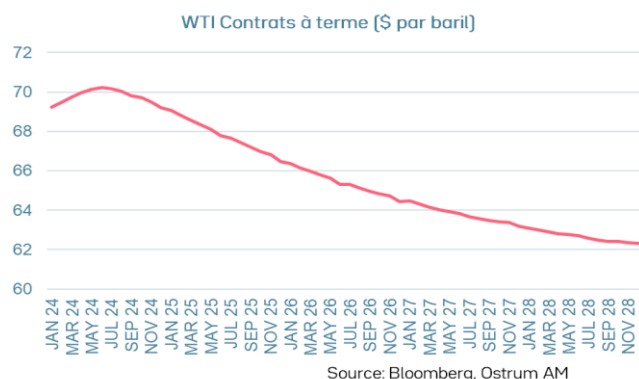
La glissade du pétrole

Les prix du pétrole ont baissé de près de 20 dollars depuis début octobre. L'OPEP peine à s'accorder pour prolonger sa politique de réduction de l'offre jusqu'en 2024 et endiguer la baisse des prix. La discipline est difficile à maintenir au sein d'un cartel. Parallèlement, la production de brut américain a augmenté à un rythme soutenu au cours des deux derniers mois, atteignant un nouveau record à 13,2 mbj fin novembre. La forte hausse de la production américaine a rééquilibré un marché tendu jusqu'ici.

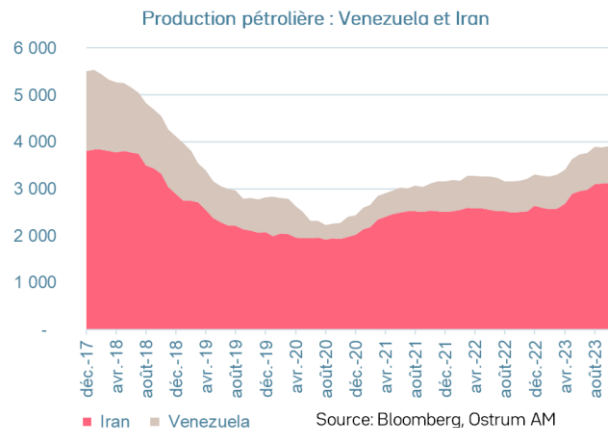
OPEP+ : l'Arabie Saoudite mène-t-elle la mauvaise bataille ?

Politique et vie du cartel

Les décisions de l'OPEP sont des événements importants pour les marchés. Les réductions de quotas de production annoncées la semaine passée, soit plus de 2 millions de barils par jour (mbpj), dont la moitié reflète l'effort de l'Arabie Saoudite, n'ont pas réussi à impressionner les marchés. Les prix du brut restent ainsi inférieurs au niveau observé avant la réunion de l'OPEP+, s'échangeant à près de 77 dollars sur le Brent et proche de 70 dollars sur le WTI avec une configuration en contango baissier (prix au comptant inférieurs à ce niveau dans les mois suivants). En outre, la structure par terme des prix du WTI, présentée dans le graphique ci-dessous, semble impliquer que les prix d'équilibre à long terme se situent actuellement à un niveau bas de 60 dollars le baril.

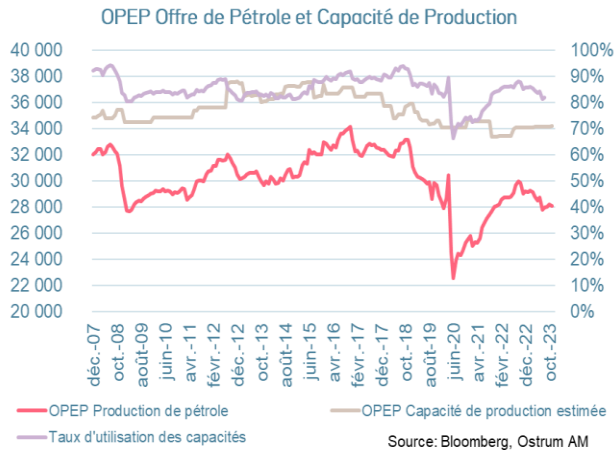


Les participants au marché ont souligné que ces nouvelles réductions ne représentent en réalité que la moitié du montant annoncé. Par ailleurs, la mise en œuvre effective des réductions promises apparaît incertaine. Certains pays membres de l'OPEP, dont le Nigeria et l'Angola, sont mécontents des niveaux de production qui leur sont assignés. L'Iran, qui n'est pas soumis aux restrictions de production en raison des sanctions américaines, a commencé à produire davantage récemment. Le Venezuela veut annexer une partie du Guyana pour accroître sa production. Les Émirats arabes unis cherchent également à produire davantage pour monétiser leurs investissements massifs en matière de capacité. De plus, le Brésil rejoindra l'année prochaine l'organisation OPEP+, en tant que plus grand producteur d'Amérique latine.



Combien de temps l'Arabie Saoudite acceptera-t-elle d'assumer seule le fardeau des réductions ?

La confiance entre les pays membres de l'OPEP est une chose, la confiance du marché est encore bien plus importante. L'équilibre de cartel est difficile à maintenir. Chaque participant a un intérêt unilatéral à dévier de la stratégie collective de maximisation du profit pour récolter les fruits de la discipline des autres producteurs. Ainsi, l'accord de cartel n'est pas un équilibre de Nash. Il est extrêmement difficile de garantir que les membres du cartel adhéreront à la stratégie commune.



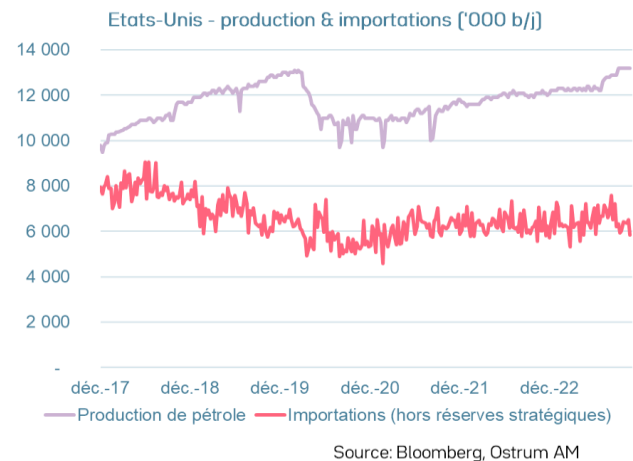
La Russie entretient une relation amour-haine avec l'Arabie saoudite. La méfiance entre Riyad et Moscou a contribué à la chute des prix du pétrole jusqu'à l'absurdité des prix négatifs en avril 2020, alors que l'économie mondiale s'était arrêtée, suite à l'épidémie de Covid. La Russie contribue aux efforts de l'OPEP+ visant à contrôler les prix uniquement en limitant les exportations, et non en réduisant sa production. Moscou affirme que les conditions géologiques et météorologiques rendent difficile la réduction de sa production.

Un second problème est que les sanctions occidentales n'ont pas réussi à réduire le pouvoir de marché de la Russie. Les revenus mensuels de Moscou provenant des exportations de pétrole sont désormais plus élevés qu'avant l'invasion de l'Ukraine. Un accord de sanctions conclu il y a un an, visant à réduire l'attrait du pétrole russe, a plutôt favorisé un commerce lucratif pour de nombreux intermédiaires et compagnies maritimes difficile à tracer. L'ampleur de cette offre pétrolière parallèle est très difficile à estimer.

La revanche du pétrole de schiste américain

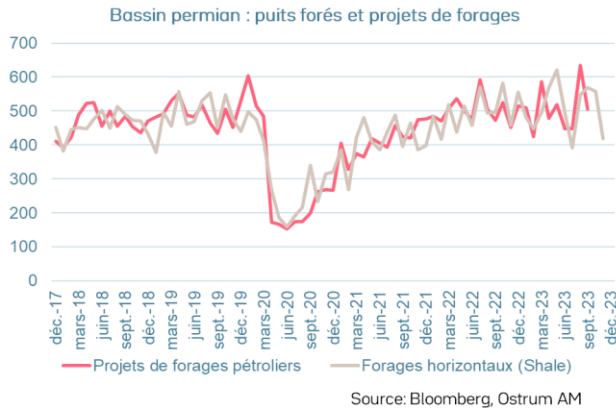
Les données de la production américaine ont été très bien orientées au cours des derniers mois. Les investissements dans le secteur ont repris après des années de restriction. Les vagues de faillites de 2015 et 2020 ont remodelé le secteur énergétique américain. En outre, les capitaux et les financements sont plus difficiles à obtenir, car les considérations ESG ont contraint un certain nombre d'investisseurs institutionnels à désinvestir du secteur pétrolier.

Malgré ces défis, la production pétrolière américaine atteint désormais un niveau record. La production de brut est remontée à 13,2 mbj fin novembre. C'est la première fois que le cap des 13 mbj est atteint depuis la crise Covid. En conséquence, les importations américaines de pétrole ont diminué d'un peu moins de 1 mbj pour atteindre environ 6 mbj au cours des dernières semaines.



La production actuelle élevée est imputable à la reprise des investissements pétroliers depuis 2021. Les quelque 8 000 puits de pétrole creusés, mais inachevés, sont progressivement devenus opérationnels. Le nombre de puits inutilisés est tombé à 4k. Ces capacités marginales sont entrées sur le marché à mesure que les prix du pétrole se stabilisaient autour de 75 dollars, au début de cette année.

Le bassin du Permien est à l'origine de l'augmentation de ces nouvelles capacités. On sait depuis longtemps que la croissance du schiste est nécessaire pour équilibrer le marché pétrolier mondial.



En 2022, le président Joe Biden a puisé dans ses réserves stratégiques de pétrole pour protéger le consommateur des prix élevés de l'essence après l'invasion de l'Ukraine. Les réserves stratégiques sont désormais stabilisées à de faibles niveaux et, selon toute vraisemblance, le gouvernement américain cherchera à reconstituer ses stocks à long terme. Les achats publics devraient ainsi fixer un plancher durable aux prix du pétrole. Il est difficile de croire que ce plancher serait aussi bas que les 60-65 dollars actuellement pratiqués sur le marché. En outre, le contexte international et la militarisation des approvisionnements énergétiques devraient entraîner une hausse durable des prix du pétrole.

Dans un contexte d'augmentation de la production pétrolière aux États-Unis, les stocks se sont redressés, ce qui a entraîné une baisse des prix au comptant. La constitution des stocks intervient au moment de la réduction saisonnière des stocks, d'où l'impact important sur les prix du brut.

Conclusion

L'Arabie saoudite est isolée dans sa tentative de contrôler la production, alors que de nombreux membres de l'OPEP+ cherchent à augmenter leur production. La renaissance du schiste américain a fait basculer le marché dans une offre excédentaire. L'Arabie Saoudite parviendra-t-elle à convaincre l'OPEP de réduire sa production ? Dans le cas contraire, les prix du pétrole devraient encore baisser.

Axel Botte

• La revue des marchés

Le retour de la forward guidance ?

Les promesses n'engagent que ceux qui les écoutent

Les marchés financiers continuent de s'accrocher à un scénario d'allègement rapide avant la dernière salve de réunions de Banques centrales de l'année 2023. Cet environnement financier est la clé de voute de la surperformance des actifs risqués depuis les points bas d'octobre. La bourse européenne est au sommet de l'année, les spreads de crédit se resserrent. La reconstitution de la prime de terme paraît de l'histoire ancienne malgré les perspectives d'émissions obligataires au retour de la trêve des confiseurs. La myopie du marché et sa lecture partielle des données et des commentaires des membres de la Fed constituent désormais le risque principal. La BoJ devrait faire un pas supplémentaire vers la sortie des taux négatifs, qui profite à la monnaie nippone qui s'adjuge 2% face à un dollar toujours fort.

Les cycles économiques ne meurent pas de vieillesse avait l'habitude de rappeler Janet Yellen, l'actuelle Secrétaire du Trésor américain. La fin de cycle requerra un choc significatif, financier ou économique. En attendant un hypothétique coup de grâce, l'économie américaine reste une machine à créer des emplois, et à intégrer rapidement les entrants sur le marché du travail. Certes, les postes à pourvoir sont moins abondants (8,7 millions en octobre) mais toujours suffisants pour absorber le redressement de la population active. Les créations d'emplois s'élèvent à 199k en novembre avec un taux de chômage revenu à 3,7%. Un nombre plus important de secteurs contribuent à ces créations d'emplois. Les salaires horaires (+0,4%^m) et les heures travaillées sont en progression. L'ISM des services pointe toujours une croissance régulière dans les mois à venir. Bref, la récession attendra et la charge de la preuve est de nouveau sur les membres les plus accommodants du FOMC. En zone euro, la croissance a été confirmée à -0,1%, ce qui n'empêche pas la progression de l'emploi. Les enquêtes laissent entrevoir une éclaircie en début d'année 2024. L'absence de gains de productivité apparente devrait alarmer la BCE. Les coûts du travail unitaires agissent comme un socle d'inflation incompressible à terme.

Concernant la politique monétaire, la Fed a observé le pendule des anticipations de taux courts effacer

subitement le scénario de taux élevés apparu cet été. Jerome Powell doit désormais prendre un peu de distance par rapport aux propos presque incendiaires de Christopher Waller ouvrant la porte à une baisse des taux à brève échéance. L'allègement impliquerait sans doute une révision de la politique actuelle de resserrement quantitatif. Le marché semble toutefois l'ignorer. En Europe, la hausse des taux est terminée mais le resserrement quantitatif est sensé s'accroître avec une possible réduction des réinvestissements du PEPP. La BoJ laisse planer l'espoir d'une sortie des taux négatifs. Le yen repasse le seuil de 144.

La volatilité augmente de nouveau sur les marchés de taux avant les rendez-vous importants de cette semaine. La neutralité en sensibilité au taux autorise toutefois un positionnement à la pentification des courbes. La faiblesse conjoncturelle du Royaume-Uni milite pour une surperformance du Gilt alors que le JGB a repris le chemin de la hausse avec en point de mire l'objectif de 1% sur le 10 ans. En zone euro, le Bund s'est stabilisé en fin de semaine autour de 2,25% contre plus de 3%, quelque six semaines auparavant. Le comportement homogène des spreads souverains offre désormais des opportunités de valeur relative entre l'Espagne et l'Italie ou en pariant sur un nouveau resserrement de la dette grecque bientôt incluse dans les indices obligataires majeurs. Quant aux souverains émergents, les spreads ont replongé vers le niveau de 400 pb dans le sillage des Treasuries.

Le crédit IG euro a connu une semaine de relative stabilité, bénéficiant encore du resserrement des swap spreads. Les segments à haut beta, dont les dettes hybrides, tendent à surperformer avec notamment les subordonnées bancaires qui font mieux que l'assurance. Les spreads de crédit s'avèrent bien moins volatiles que les taux d'intérêt sans risque. Sur le high yield, le resserrement s'est poursuivi avec néanmoins une préférence pour les notations les moins risquées. La tendance à la décompression semble s'installer sur le marché du high yield. La prime B vs. BB ressort aujourd'hui à 184 pb alors qu'elle était inférieure à 170 pb au plus bas de l'année.

Les actions européennes profitent de la rechute de l'euro sous 1,08\$. Les valeurs foncières ont désormais comblé leur retard de performance après un rebond de 30%. Les fonds d'actions européennes enregistrent leur 39^{ème} semaine consécutive de décollecte.

Axel Botte

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Bunds 2a	2.69%	0	-37	-7
EUR Bunds 10a	2.27%	-8	-44	-30
EUR Bunds 2s10s	-42.4bp	-8	-7	-22
USD Treasuries 2a	4.75%	+11	-31	+32
USD Treasuries 10a	4.26%	+1	-39	+39
USD Treasuries 2s10s	-48.8bp	-10	-8	+7
GBP Gilt 10a	4.06%	-14	-28	+39
JPY JGB 10a	0.77%	+7	+1	-18
EUR Spreads Souverains (10a)	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
France	55bp	-2	-2	+1
Italie	177bp	+2	+1	-35
Espagne	102bp	+1	0	-7
Inflation Points-morts (10a)	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	2.19%	-3	-20	-36
USD 10a Inflation Swap	2.46%	+1	-11	-8
GBP 10y Inflation Swap	3.69%	+4	-13	-21
EUR Indices Crédit	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
EUR Credit IG OAS	144bp	-2	-12	-23
EUR Agences OAS	71bp	-2	-5	-8
EUR Obligations sécurisées OAS	78bp	-3	-3	-6
EUR High Yield Pan-européen OAS	427bp	-12	-47	-85
EUR/USD Indices CDS 5a	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
iTraxx IG	67bp	+0	-8	-24
iTraxx Crossover	368bp	+1	-38	-106
CDX IG	62bp	0	-6	-20
CDX High Yield	401bp	+3	-34	-83
Marchés émergents	11-déc.-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2023 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	397bp	-15	-36	-56
Devises	11-déc.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
EUR/USD	\$1.076	-0.637	0.570	0.5
GBP/USD	\$1.254	-0.626	2.242	3.8
USD/JPY	JPY 146	0.629	3.629	-10.4
Matières Premières	11-déc.-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2023 (%)
Brent	\$76.3	-\$1.7	-\$4.8	-5.5
Or	\$1 994.1	-\$31.9	\$48.3	9.3
Indices Actions	11-déc.-23	-1sem (%)	-1m(%)	2023 (%)
S&P 500	4 604	0.21	4.28	19.9
EuroStoxx 50	4 523	2.46	7.77	19.2
CAC 40	7 532	2.72	6.92	16.4
Nikkei 225	32 792	-1.32	0.69	25.7
Shanghai Composite	2 991	-1.04	-1.56	-3.2
VIX - Volatilité implicite	12.35	-5.58	-12.84	-43.0

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

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 ...11/12/2023

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