

## Économie & Marchés financiers

La conjoncture économique est marquée par le retour de l'activité des pays développés à son niveau d'avant crise plus rapidement qu'espéré. L'inflation est, pour sa part, orientée à la hausse bien au-delà des niveaux cibles des banques centrales ce qui pourrait à terme tendre les investisseurs en fonction du caractère permanent ou transitoire de cette poussée d'inflation. Les marchés financiers atteignent de nouveaux sommets historiques et après un mois de septembre tendu les niveaux de volatilité sont au plus bas depuis l'apparition du Covid-19.

### POINT MACRO-ÉCONOMIQUE

PAR PHILIPPE WAECHTER, CHEF ÉCONOMISTE, OSTRUM ASSET MANAGEMENT

La conjoncture économique se caractérise par trois grands thèmes. Le premier sur l'activité économique et l'emploi, le deuxième sur l'inflation et les taux d'intérêt, et le troisième sur le changement climatique.

#### Activité économique et Emploi

La première remarque est qu'au sein des pays développés, l'activité a retrouvé son niveau d'avant crise plus rapidement qu'espéré. Pour la plupart d'entre eux, ce retour a, soit déjà eu lieu comme aux USA, soit aura lieu au cours du dernier trimestre de cette année (France, Zone Euro) ou au premier semestre 2022 (Allemagne, Royaume Uni et Italie). Le Japon et l'Espagne sont en retard par rapport à cette dynamique, la convergence n'aura pas lieu avant 2023.

La raison principale de cette convergence rapide est la politique économique mise en œuvre. En Europe, elle a été préventive lorsque l'Etat a pris à sa charge le risque associé à la crise. La mutualisation du choc dès le début de la pandémie a permis d'étaler dans le temps l'impact de la crise plutôt que de le faire porter immédiatement sur les ménages et les entreprises. Aux USA, la crise a été curative. L'ajustement a eu lieu d'abord sur le marché du travail, avec une baisse profonde de l'emploi en avril 2020 (20.7 millions d'emplois supprimés). Puis la politique économique a, via des allocations chômage généreuses et des primes, soutenu la demande pour relancer l'activité.

La différence de méthode tient à la forme du marché du travail ; très flexible aux USA, plus rigide en Europe. La crainte pour les européens était qu'un choc sur le marché du travail soit persistant et ne permette pas d'effacer la crise sanitaire rapidement.

Une conséquence majeure est que l'emploi est revenu assez vite sur le niveau d'avant crise. En zone Euro, l'emploi au troisième trimestre 2021 est au niveau du dernier trimestre 2019. En France, au troisième trimestre, l'emploi salarié privé est bien au-dessus de cette référence. L'économie française a créé 515 000 emplois pour les salariés du privé sur les 3 premiers trimestres de 2021 effaçant les 329 000 emplois salariés supprimés en 2020. Aux USA, l'emploi, au mois d'octobre, est toujours un peu en deçà de son niveau de la fin 2019 (-2.3%).

La question de l'activité est plus complexe pour les pays émergents. Ils ne disposent pas d'une politique économique aussi solide que dans les pays développés, ils sont fragiles sur le plan sanitaire et subissent la forte hausse des prix alimentaires.

Il y a une économie globale à deux vitesses entre les pays développés et les pays en développement.

#### L'inflation galope

Depuis le printemps dernier, l'inflation a accéléré. Cela se traduit par un taux d'inflation à 4.1% en zone Euro au mois d'octobre et de 6.2% sur la même période aux USA. Ces chiffres sont bien au-delà des cibles des banques centrales. En conséquence les investisseurs deviennent nerveux face à ce que pourraient faire ces banques centrales.

Cette accélération de l'inflation résulte de la reprise de l'activité économique du printemps dernier. La levée des risques sanitaires avec la vaccination et la politique mise en œuvre aux USA (400 Mrds de dollars versés aux ménages dans la deuxième quinzaine de mars) ont dopé la demande alors que les stocks étaient très bas dans les entreprises. Le premier effet a été de provoquer une tension sur le prix des matières premières notamment le pétrole et l'énergie en général. Ainsi en octobre, plus de la moitié de l'inflation de la zone Euro s'explique par la hausse du prix de l'énergie. Aux USA, l'énergie explique environ 1/3 de l'inflation.

Sur le reste de l'accélération de l'inflation, on doit dissocier l'Europe des Etats-Unis. La relance américaine a provoqué des tensions sur de nombreux marchés de biens aux USA mais aussi à l'extérieur. Cela s'est traduit par de fortes hausses de prix sur les biens et les services. Elles sont encore perceptibles en octobre. Cette inflation sera persistante si cette hausse des prix se traduit par des hausses généralisées des salaires. Pour l'instant cela n'est pas le cas et n'oblige pas les banques centrales à durcir rapidement le ton.

Cette question du caractère permanent ou non de l'inflation est important pour les marchés. Si l'inflation est perçue comme permanente alors les taux d'intérêt de long terme intégreront une prime d'inflation et les taux d'intérêt nominaux seront durablement plus élevés que ceux observés ces dernières années. Si l'inflation est perçue comme transitoire, cette prime d'inflation n'existera pas et les taux d'intérêt resteront bas.

On voit bien l'importance que cela peut avoir. Je crois que les chiffres d'inflation seront encore élevés pendant quelques mois durant le premier semestre 2022 mais se calmeront ensuite pour revenir à un taux proche de ceux constatés avant la crise. Ce serait cohérent avec des chiffres de croissance de l'activité qui reviendront en 2023 sur ceux observés avant la crise (1.4% en France, 2.3% aux USA par exemple).

### **Le dérèglement climatique**

Ce point a été mis en exergue avec la COP 26 qui s'est tenue à Glasgow durant les deux premières semaines de novembre.

Sur cette question il faut distinguer deux points :

1 – La nécessité perçue par tous les acteurs de l'économie de limiter les émissions de Gaz à Effet de Serre pour limiter la hausse de la température du globe. Cette réduction des émissions passe par la baisse de la consommation d'énergies fossiles (pétrole, gaz, charbon). Cela est bien appréhendé et se traduit par des efforts pour développer les énergies renouvelables.

2 – La volonté de converger vers une température de 1.5°C au-dessus du niveau préindustriel alors que l'on est déjà autour de 1.1°C.

Ces deux éléments se complètent mais n'évoluent pas de la même façon. Dans la prise en compte du changement climatique, les engagements pris par les Etats à Glasgow se traduiraient par une hausse des émissions de 13.7% entre 2010 et 2030 alors que pour converger vers 1.5°C il faudrait baisser ses émissions de 45% et de 25% pour tendre vers 2°C.

En d'autres termes, l'économie devra être davantage bousculer pour limiter la hausse des températures. Actuellement, au regard des engagements pris, la température du globe pourrait tendre vers 2.7°C à la fin du siècle. Ce serait une situation dans laquelle les événements climatiques seraient beaucoup plus nombreux et beaucoup plus fréquents. Il est temps de bouleverser l'économie pour éviter cela à nos petits-enfants.

## **COMMENT RÉAGISSENT NOS FONDS ?**

**PAR PIERRE BARRAL, RESPONSABLE DE LA GESTION MULTI-ASSET, NATIXIS INVESTMENT MANAGERS SOLUTIONS**

Les craintes qui avaient animé les marchés tout au long du mois de septembre, laissant présager une reprise de la volatilité, se sont finalement estompées. En effet, qu'il s'agisse des tensions sur les marchés de l'énergie, des retards de livraisons dus à la congestion dans les ports, de la perspective d'un ralentissement de la croissance mondiale après le pic de croissance du début de l'été ou des risques pesant sur le marché du crédit chinois, aucun de ces risques n'a eu d'impact significatif sur les actifs risqués. Après un repli de 5,7 % du MSCI AC WORLD entre le 6 septembre et le 4 octobre, tous les indices actions ont rebondi, comme c'est souvent le cas après un tel mouvement, permettant même aux marchés américains (S&P500 et Nasdaq) d'atteindre de nouveaux sommets historiques. La rotation sectorielle a une nouvelle fois redistribué les cartes en faveur des valeurs de style Value, qui ont profité de l'essoufflement et de la remontée des taux d'intérêt à long terme sur les courbes européennes et américaines. Ainsi, les secteurs les plus performants en octobre sont ceux liés à l'énergie, aux banques, à l'automobile et aux ressources de base. Concernant les secteurs les moins performants, on trouve les valeurs liées à la consommation discrétionnaire, comme les télécoms, les voyages et les loisirs.

Par ailleurs, les marchés d'actions américains et européens ont profité d'un bon début de saison des résultats pour poursuivre leur rebond, avec des résultats faisant oublier pour un temps le ralentissement de l'activité économique et la montée des pressions sur les coûts (énergie, goulets d'étranglement, salaires).

La volatilité est revenue aux plus bas niveaux de l'après Covid car les investisseurs sont en « mode risque » et restent prêts à acheter les baisses. Dans le même temps, le sentiment des investisseurs est passé de négatif à de plus en plus positif.

Selon nous, le risque est que les marchés et les banques centrales interprètent mal les chocs actuels et entraînent une spirale de hausse des anticipations d'inflation et un resserrement monétaire prématuré. Une erreur de politique monétaire sous la forme d'un resserrement prématuré qui nuit à la croissance et ne fait rien pour résoudre les goulets d'étranglement, reste un risque. Nous avons déjà commencé à voir certaines banques centrales adopter des approches plus dures que

d'autres, mais les banques centrales des marchés développés devraient prendre plus de temps avant de relever leurs taux.

Du côté des pays émergents, notamment en Chine, nous pensons qu'une partie du ralentissement a été auto-infligée par les autorités chinoises afin de refroidir leur économie, d'éviter l'instabilité financière et de renforcer la cohésion sociale. De plus, la politique du zéro Covid et la crise énergétique ont accentué le ralentissement. Ce ralentissement a probablement atteint le niveau voulu et un assouplissement des conditions financières est probable dans les prochains mois : baisse des réserves obligatoires et politique budgétaire plus accommodante qui pourraient soutenir le marché des actions qui a beaucoup baissé depuis son pic de février en raison du ralentissement économique et aussi de la politique de rectification contre les grands monopoles.

Du côté des marchés obligataires, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté de manière significative au mois d'octobre, revenant à leur dernier sommet de mars, autour de 1,70 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans et de - 0,07 % pour les obligations allemandes, avant de rebaisser au mois de novembre. Les spreads des entreprises se sont écartés, ce qui a entraîné une baisse à court terme de la performance mensuelle du high yield et pourrait constituer une opportunité tactique pour un point d'entrée à court terme. L'événement principal de ce mois est toujours le fort rebond des anticipations à la hausse aux Etats-Unis comme en Europe qui sont maintenant de retour à leurs niveaux de 2008.

Dans le secteur de l'énergie la forte pression haussière, en particulier sur le gaz naturel au mois d'octobre montre des signes d'essoufflement alors que du côté du pétrole, la demande mondiale reste forte en raison de la reprise vigoureuse dans les pays développés et des consommateurs qui cherchent à délaissier le gaz naturel coûteux au profit du pétrole légèrement moins cher. Nous pensons toujours que le marché devrait rester volatil et que le potentiel de hausse avec un prix du Brent à 86 \$ nous semble limité.

Les fondamentaux demeurent selon nous toujours porteurs à moyen terme compte tenu notamment de niveaux de croissance toujours dynamiques bien que leur pic soit passé. De plus, les taux restent dans une configuration haussière, mais si celle-ci devrait néanmoins marquer une pause d'ici la fin d'année.

Dans ce contexte, nous maintenons l'allocation de nos portefeuilles à l'identique, en lui conservant une approche orientée à la faveur des actions, des Small Caps et des bancaires au détriment de l'exposition au marché obligataire qui est maintenue proche de sa limite basse.

#### **Gamme Avenir : Olivier Bussiere – Gérant Leader**

Alors que les inquiétudes sur les perspectives d'inflation et sur l'évolution des politiques monétaires ont continué de peser sur les marchés obligataires, les premières annonces de résultats trimestriels des sociétés ont généralement surpris favorablement aux Etats-Unis et en Europe, et ont contribué au rebond de la plupart des marchés d'actions.

Aussi, notre allocation affiche toujours une franche surpondération sur les actions au détriment des produits de taux. Sur les actions, notre allocation géographique affiche toujours une préférence pour les marchés développés, européens en particulier. Dans le mouvement récent ces positions restent bénéfiques.

Nous avons maintenu le mouvement initié depuis de nombreux mois de baisse de la durée de nos poches investis en produits de taux et avons même commencé à constituer des pourcentages investis sur du monétaire ou des titres à très faibles durée de vie. Nous maintenons une position sur les obligations d'entreprise « investment grade » dont les rendements sont attractifs particulièrement par rapport à ceux des obligations d'Etat mais nous avons toutefois réduit de moitié nos positions depuis un mois.

#### **Impact ISR : Nicolas Bozetto – Gérant senior**

Dans un contexte toujours volatil sur les rendements obligataires, les gérants des poches taux ont su piloter activement le risque de durée : large sous-sensibilité jusqu'à fin septembre ; puis remontée progressive vers la neutralité à partir d'octobre, en réduisant leurs couvertures (rachats des positions vendeuses sur la dette allemande). Au-delà de ces mouvements tactiques, les gérants ont maintenu leurs convictions sur les entreprises bien notées, au détriment des dettes souveraines.

Les forts mouvements sur les marchés de taux ont également eu des conséquences sur l'évolution des poches actions, la hausse des taux bénéficiant aux valeurs décotées, moins représentées en portefeuille. Si les gérants des poches actions ont évidemment maintenu leurs positions sur les entreprises affichant croissance et qualité, ils ont su adapter leur portefeuille à ce nouveau contexte. Après une excellente année 2020, ils ont ainsi pu limiter la sous-performance en 2021.

Enfin, notre allocation (nettement surpondérée sur les actions / sous-pondérée sur les obligations) a continué d'apporter un supplément de rendement aux compartiments diversifiés de la gamme. A date, la surexposition aux actions de ces fonds est échelonnée entre +3% (profil « Rendement ») et +7% (profil « Dynamique ») par rapport à leur indice de référence.

**Pour consulter les performances des fonds, consultez le [site de Natixis Interépargne](#).**

Ce document à caractère promotionnel, achevé de rédiger le 18 novembre 2021, est destiné aux clients non professionnels et produit à titre purement indicatif. 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 le consentement préalable et écrit d'Ostrum Asset Management et de Natixis Investment Managers International. 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 et Natixis Investment Managers International à partir de sources qu'elles estiment fiables. Ostrum Asset Management et Natixis Investment Managers International se réservent 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. Ostrum Asset Management et Natixis Investment Managers International ne sauraient être tenues responsables 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 analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Les caractéristiques, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans des FCPE sont indiqués dans le Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI) du FCPE. Ces placements permettent de profiter du potentiel des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis. Il convient de respecter la durée minimale de placement recommandée. Avant toute souscription à un FCPE, il convient de prendre connaissance de son DICI disponible sur le site Internet [www.interepargne.natixis.com](http://www.interepargne.natixis.com) ou sur demande écrite auprès de la société de gestion. Ostrum Asset Management et Natixis Investment Managers International ne sauraient être tenues responsables 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.

Natixis Interepargne – Société Anonyme au capital de 8 890 784 € – RCS Paris 692 012 669 – Siège social : 30, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris

Les fonds/compartiments cités sont gérés par Natixis Investment Managers International – Société anonyme au capital de 66 854 931,24 € – 329 450 738 RCS Paris – Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris