

FLASH MENSUEL

Économie & Marchés financiers

Octobre 2022



POINT
MACROÉCONOMIQUE

ZOOM
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES
SUR NOS GAMMES

Les épisodes récents ont montré que l'Europe avait pris la question de l'énergie un peu à la légère. Pourtant, force est de constater que cette problématique est au cœur des difficultés actuelles de la zone Euro. D'abord parce que l'inflation est avant tout liée à la hausse du prix de l'énergie. En septembre 2022, la contribution de l'énergie est de 4.5% sur un total d'inflation de 10%. Le chiffre de 4.5% est le même quasiment depuis le début de l'année alors que l'inflation progresse mois après mois. Le point nouveau est qu'historiquement, la contribution de l'énergie au taux d'inflation évoluait comme le prix du pétrole. Ce n'est plus le cas. Cette contribution reste forte en dépit du repli du prix de l'or noir. Cela reflète la hausse sans précédent du prix du gaz et de l'électricité.

Point macro-économique

par **Philippe Waechter**, chef économiste, Ostrum Asset Management

Zone Euro : la récession auto-infligée

L'économie de la zone Euro fait un brutal retour à la réalité. Pendant très longtemps, la question de l'énergie a été traitée de façon cavalière. L'énergie était peu chère et n'était pas perçue comme une source de difficultés. Ainsi, depuis la sortie de la crise financière et jusqu'à la fin 2020, le prix de l'énergie dans l'indice des prix de la zone Euro n'a augmenté que marginalement plus rapidement que l'inflation sous-jacente.

La France a été peu attentive au développement de son industrie nucléaire et l'Allemagne avait décrété l'arrêt du nucléaire et la coalition au pouvoir avait, dans sa feuille de route, validé l'utilisation du gaz comme énergie de transition pour tendre vers la neutralité carbone et le passage à la production de l'électricité par des énergies renouvelables. **Ces choix reposaient sur la certitude d'une énergie facilement disponible et peu chère.**

Les épisodes récents ont montré que l'Europe avait pris la question de l'énergie un peu à la légère. Pourtant, force est de constater que cette problématique est au cœur des difficultés actuelles de la zone Euro. D'abord parce que l'inflation est avant tout liée à la hausse du prix de l'énergie. En septembre 2022, la contribution de l'énergie est de 4.5% sur un total d'inflation de 10%. Le chiffre de 4.5% est le même quasiment depuis le début de l'année alors que l'inflation progresse mois après mois.

Le point nouveau est qu'historiquement, la contribution de l'énergie au taux d'inflation évoluait comme le prix du pétrole. Ce n'est plus le cas. Cette contribution reste forte en dépit du repli du prix de l'or noir. **Cela reflète la hausse sans précédent du prix du gaz et de l'électricité.** C'est le prix du gaz qui est le plus problématique. En effet, le prix de l'électricité se cale sur la dernière centrale utilisée pour produire de l'électricité et c'est généralement une centrale au gaz. Le prix du gaz a fortement progressé sous l'effet d'une raréfaction de l'offre après le démarrage du conflit en Ukraine. La réplique des occidentaux a été de sanctionner la Russie qui, elle, a réduit le gaz fourni à l'Europe, à l'Allemagne et à l'Italie en particulier.

Les européens ont dû trouver du gaz pour compenser les manques en provenance de Russie et pour permettre à l'économie de tourner. Cela s'est fait à un coût très élevé, l'Europe puisant là où elle pouvait trouver du gaz disponible. C'est ce qui explique la hausse du prix de l'électricité. On notera aussi que cette grande dépendance au gaz a été accentuée par une production limitée de la France via ses centrales nucléaires. L'entretien du parc est arrivé au plus mauvais moment.

Cette dépendance aux fournisseurs extérieurs d'énergie s'est traduite par une **nette dégradation de la balance énergétique de la zone Euro.** D'un déficit moyen de -1.8% du PIB entre 2015 et 2019, ce déficit est passé à -4.4% au deuxième trimestre de 2022. La dégradation a été observée depuis le début de l'année 2022 après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cette hausse de la facture énergétique est un prélèvement sur le revenu de la zone. Mais qui doit le payer ? Les entreprises avec une réduction de leur marge, les ménages avec une baisse pérenne du pouvoir d'achat ou l'Etat via un bouclier énergétique qui mutualise le coût supplémentaire dans le temps ? La question reste posée mais les citoyens européens n'échapperont pas à la hausse du prix de l'énergie même si son impact est lissé dans le temps.

Ces tensions sur le prix du gaz ont contribué à l'accélération de l'inflation et donc à la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Dès lors et en l'absence de règles d'indexation des salaires sur les prix, cette situation engendre de l'incertitude et une moindre capacité à dépenser. La demande adressée aux entreprises est plus réduite. C'est clairement la lecture que l'on peut faire du cycle économique de la zone Euro.

En outre, l'accélération de l'inflation a obligé la **BCE à devenir plus restrictive**. Le durcissement des conditions financières se lisent déjà dans le comportement du marché immobilier. Les ménages ne peuvent plus emprunter autant qu'ils le souhaitent pour acquérir un logement. Elles se lisent aussi dans les difficultés des petites et moyennes entreprises à se financer.

En d'autres termes, **la zone Euro est en train de connaître une période d'inflation durable**, on ne sait pas quel sera le niveau d'approvisionnement en gaz en 2023 ni en 2024, marquée d'un retournement cyclique qui se traduira très certainement par une récession autour de la fin d'année 2022.

Cet épisode les pays européens l'ont construit tout seul en imaginant que dans la durée et même après le début de la transition énergétique le prix des énergies fossiles resterait réduit. Quel dommage !

Comment réagissent les marchés financiers et nos fonds ?

par **Pierre Barral**, responsable de la gestion multi-assets, Natixis Investment Managers Solutions

« L'environnement économique et financier actuel est porté par trois facteurs : la géopolitique, le durcissement des conditions financières et les pressions stagflationnistes. La combinaison de ces trois facteurs devrait maintenir la volatilité à un niveau élevé »

L'environnement économique et financier actuel est porté par **trois facteurs** : la géopolitique, le durcissement des conditions financières et les pressions stagflationnistes. La combinaison de ces trois facteurs devrait **maintenir la volatilité à un niveau élevé**. L'environnement macro-économique est confronté à une nouvelle révision à la baisse et les prévisions de croissance mondiale sont désormais inférieures à 3 % (2,3 %) pour 2022 et 2,4 % pour 2023. La FED, pour sa part, a poursuivi son processus de **resserrement monétaire** afin de faire de la récession un frein à l'inflation même si celle-ci a commencé à ralentir. Elle a clairement indiqué qu'elle n'arrêterait pas sa politique de resserrement tant que l'inflation sous-jacente resterait élevée.

En effet, ce ne sera pas très facile, notamment au vu de la **situation économique qui reste très solide aux Etats-Unis** avec de bons indicateurs de marché du travail ; les postes vacants sont encore à de faibles niveaux. Dans ces conditions, nous prévoyons que la Fed restera très restrictive dans son approche avec un seul objectif, générer une récession. En revanche, **la BCE tente en réalité de rattraper son retard** en relevant les taux de 75 bps lors de sa dernière réunion, ce qui ressemble beaucoup à un copier-coller de la stratégie de la FED avec 4 mois de décalage.

Cependant, **l'écart entre les taux européens et américains devrait persister un certain temps**, donc en faveur du dollar, même si la BCE prévoit une hausse de 75 bps lors de ses 2 prochaines réunions avant la fin de cette année. Au **Royaume-Uni, l'incertitude est particulièrement élevée** en raison de l'incohérence dans la gestion de la crise, notamment avec une politique budgétaire accommodante et une hausse des taux insuffisante pour contrer l'inflation. Les conditions de crédit se dégradent pour les ménages et les liquidations d'entreprises se multiplient au même rythme qu'en 2009. Les tensions sur les prix de l'énergie en Europe restent élevées. Son prix a culminé en août 2022 suite à la hausse de la demande de l'Europe pour constituer des stocks.

Dans ces conditions, il nous semble que le **stress sur les marchés obligataires** souverains a encore du chemin à parcourir et que l'on devrait voir des taux encore plus élevés sur les souverains ainsi que sur les obligations de crédit, dont les spreads continueront de souffrir de la méfiance des investisseurs. Les USA ont procédé à une adjudication sur une émission à 2 ans qui n'a pas fonctionné (Bid-to-cover très faible). Cela a amplifié l'inversion de la courbe US 2Y-10Y.

Les actions, quant à elles, souffrent de cette avalanche de mauvaises nouvelles et devraient rester particulièrement volatiles. Dans ce contexte, les valeurs de croissance ont été impactées par la hausse des taux d'intérêt qui ont fait souffrir entraînant une sous-performance du secteur « Value » depuis le début de l'année. Pour toutes ces raisons, nous avons décidé de maintenir notre sous-exposition aux actions même si la probabilité d'un rebond temporaire existe car les marchés semblent actuellement très survendus. **Le stress et la volatilité continuent d'être forts** et peuvent continuer à agir comme une situation d'aversion au risque.

Du côté des **marchés obligataires**, nous maintenons également notre **attitude prudente** car nous prévoyons que la forte volatilité sur ces marchés se poursuivra. Même si l'élargissement des spreads sur le marché du crédit commence à être attractif, nous choisissons de rester en retrait pendant un certain temps jusqu'à ce que la visibilité sur les Banques Centrales émerge. Le marché est actuellement sur une approche de « couteau tombant », ce qui n'est pas le meilleur environnement pour entrer sur un marché. Côté Forex, nous avons eu la bonne idée de prendre il y a 2 mois une exposition courte sur la Livre Sterling contre Euro et nous avons décidé de prendre nos profits après la forte baisse de ces deux derniers jours.

Perspectives sur nos gammes

Gamme Avenir

Olivier Bussièrre – Gérant leader

Nous avons poursuivi la réduction des actions compte tenu des incertitudes provoqués par les événements à l'Est de l'Europe et la certitude qu'ils ne se seront pas résolus rapidement. Nous maintenons une répartition géographique relativement homogène. La rotation sectorielle en faveur des secteurs délaissés (cycliques et financiers) est depuis le début de l'année extrêmement forte. Compte tenu des écarts de valorisations encore très prononcés et des taux de croissance de résultats supérieurs, nous maintenons notre préférence à ces secteurs. Sur le compartiment technologique, nous avons peu de positions, en revanche, nous conservons nos positions sur les semi-conducteurs mondiaux au centre de la révolution numérique et la pénurie n'est pas prête de s'estomper.

Sur les produits de taux, la sortie des taux négatifs s'accompagne de pertes significatives sur tous les types d'obligations et les derniers chiffres d'inflation montent encore. Nous avons accentué notre forte sous pondération en obligations. Nos investissements ont pour objectif la protection des porteurs de parts. Nous détenons des pourcentages croissants en actifs sans risque ou en titres à très faibles en durée de vie (référence 3 mois). Sur les obligations, nous ne détenons que des obligations d'Etats de la zone Euro et tout autre type de titres (crédit, haut rendement ..) est exclu car cela signifierait une augmentation des risques en tous points contraires aux ajustements réalisés.

Impact ISR et Cap ISR

Nicolas Bozetto – Gérant senior

En 2022, la sous-performance de notre gestion actions ISR est expliquée en grande partie par nos biais sectoriels : en début d'année, les marchés financiers ont en effet connu une rotation importante en faveur des secteurs énergie, mines et métaux, sur fond de hausse des taux d'intérêt et d'inflation dans la zone euro. Ce mouvement a impacté négativement la performance de notre gestion, positionnée sur les acteurs de la transition environnementale et sociale. Avec la guerre en Ukraine, les mouvements de taux se sont amplifiés et la volatilité a augmenté ; pour autant notre portefeuille actions européennes ISR a évolué en ligne avec l'indice MSCI Europe depuis le début de l'invasion russe.

Nos poches taux ISR ont également été impactées par ce contexte. Depuis mi-janvier, les gérants obligataires ont toutefois nettement réduit les risques – dans un premier temps via la vente de titres de crédit long, au profit de papiers plus court terme ; et depuis mars, via la vente de titres souverains périphériques. Globalement le portefeuille taux a une position sous-sensible par rapport à son indice.

Sur les compartiments diversifiés, nous avons maintenu notre positionnement très prudents sur les obligations. Nous avons également largement protégé les poches actions et taux en 2022, via des instruments dérivés utilisés en couverture. Ainsi nous avons progressivement réduit notre positionnement en actions, et sommes dorénavant sous-exposés de l'ordre de 3% par rapport aux indices de référence.





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

Ce document à caractère promotionnel, achevé de rédiger le 13 octobre 2022, 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 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 Interépargne – Société Anonyme au capital de 8 890 784 € – RCS Paris 692 012 669 – Siège social : 59, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris

Les fonds/compartiments cités sont gérés par Natixis Investment Managers International - Société anonyme au capital de 94 127 658,48 € - 329 450 738 RCS Paris - Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France - 75013 Paris