

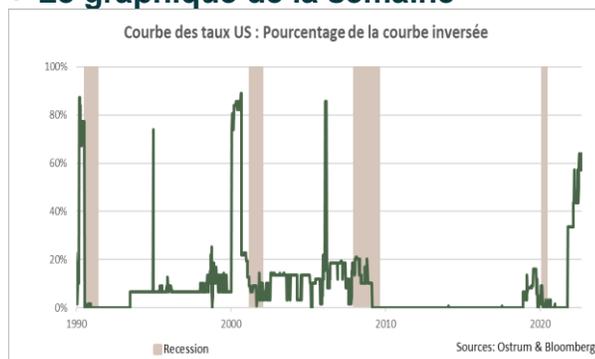
● Le thème de la semaine : L'Union Européenne face au défi de la crise énergétique

- Face à la hausse spectaculaire du prix de l'électricité, l'UE propose des mesures d'urgence pour réduire la facture énergétique ;
- Elles reposent sur une baisse de la consommation d'électricité et un plafond sur les recettes excédentaires des compagnies énergétiques ;
- Cela n'empêchera pas les prix du gaz et de l'électricité de rester élevés cet hiver ainsi qu'en 2023 et 2024 en raison d'une offre limitée ;
- Il y a urgence de prendre des mesures pour éviter une crise de liquidités pour les compagnies opérant sur les marchés à terme.

● La revue des marchés : Powell assumera une récession

- Fed : hausse de 75 pb et accélération du resserrement monétaire ;
- Les taux s'envolent, carnage sur les actions ;
- Hausse considérable des émissions de Gilts l'an prochain ;
- La BoJ contrainte d'intervenir sur le yen.

● Le graphique de la semaine



Aux États-Unis, le pourcentage de la courbe de taux étant inversé a fortement augmenté depuis cet été pour représenter actuellement 57 %.

Cela résulte du fort resserrement monétaire opéré par la Fed pour lutter contre une inflation beaucoup trop élevée. Les taux courts, cristallisant les anticipations de politique monétaire, ont ainsi fortement augmenté pour devenir supérieurs aux taux longs. La hausse de ces derniers a été plus limitée, en raison des craintes pesant sur la croissance.

Cette inversion de la courbe des taux est un bon signal d'une entrée en récession de l'économie américaine au cours des prochains mois.

● Le chiffre de la semaine

1,035

Source : Ostrum AM

Le plongeon impressionnant de la Livre Sterling après le mini-budget présenté par le gouvernement vendredi dernier. La livre est au plus bas historique contre le dollar.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
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**

L'Union européenne face au défi de la crise énergétique

Face à la hausse spectaculaire du prix de l'électricité, la Commission européenne propose une intervention d'urgence pour réduire la facture énergétique. Les mesures en discussion visent à réduire la consommation d'électricité et redistribuer aux ménages et aux entreprises les plus affectés les recettes excessives perçues par les entreprises énergétiques. Il y a urgence d'adopter des mesures au niveau européen pour coordonner les multiples interventions des États et les rendre plus efficaces à l'approche de l'hiver, dans un contexte de risque plus prégnant concernant la poursuite des approvisionnements en gaz russe.

Très forte hausse du prix du gaz et de l'électricité

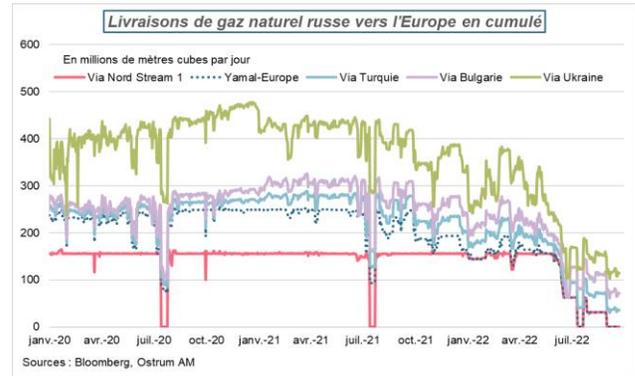
En Europe, les prix du gaz naturel et de l'électricité ont augmenté de manière spectaculaire. Leur hausse a commencé à l'été 2021, en raison du fort rebond de la demande post-covid, de moindres approvisionnements russes (déjà), d'un manque de vent pesant sur la production d'énergie renouvelable et de faibles stocks en raison d'un hiver rigoureux. Elle s'est fortement intensifiée en 2022 avec la guerre déclenchée par la Russie en Ukraine.

Gaz naturel : arme stratégique pour la Russie

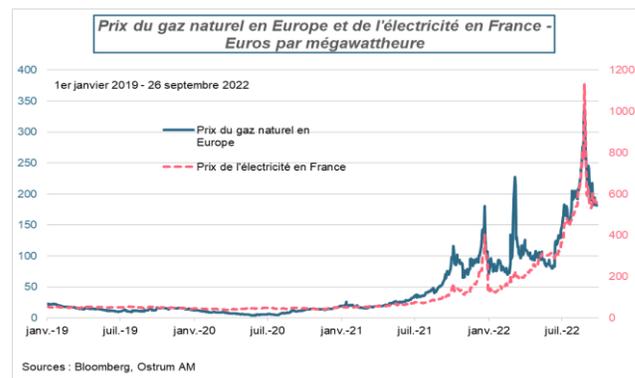
En représailles des sanctions prises par l'UE à son encontre, la Russie a fortement réduit ses approvisionnements en gaz naturel vers l'Europe. Compte tenu de la forte dépendance de celle-ci à l'énergie russe, et plus particulièrement à cette source d'énergie (40 % des importations de gaz naturel de l'UE provenaient de Russie en 2020), cela s'est traduit par une très forte hausse du prix du gaz.

Le gazoduc Nord Stream 1, principale source d'approvisionnement en gaz russe vers l'Europe, est de nouveau mis à l'arrêt depuis le 1^{er} septembre pour une durée indéterminée, Gazprom invoquant des raisons techniques.

Cette décision fait suite à l'annonce d'un accord au sein du G7 pour appliquer un prix plafond sur le pétrole. Ce gazoduc avait déjà été mis temporairement à l'arrêt en juillet dernier, la Russie prétextant alors des problèmes de maintenance, suite aux sanctions prises. Vladimir Poutine se sert du gaz naturel comme d'une arme stratégique en représailles des sanctions prises à son encontre.



La conséquence est qu'aujourd'hui les flux totaux de gaz russe vers l'Europe représentent un peu moins de 30 % de ce qu'ils étaient avant la guerre en Ukraine. À cela s'ajoute les craintes d'un arrêt des approvisionnements russes à l'approche de l'hiver. Celles-ci sont devenues plus prégnantes depuis l'annonce de V. Poutine d'une mobilisation partielle des réservistes. Le prix du gaz naturel en Europe (indice TTF) a ainsi atteint un pic historique à près de 340 euros par mégawattheure (MWh) le 26 août, avant de revenir vers les 180 euros aujourd'hui. Cela est à comparer à une moyenne de 16 euros par MWh sur la période 2015-2020, soit une multiplication du prix du gaz naturel par 11.



Lien entre le prix du gaz et de l'électricité

Cette forte hausse du prix du gaz s'est répercutée immédiatement sur celui de l'électricité. Celle-ci ne pouvant pas être stockée, la production s'ajuste à chaque instant à la demande. Le prix de l'électricité est ainsi déterminé par le coût de la dernière centrale utilisée pour assurer l'équilibre entre l'offre et la demande. Lorsque la demande n'est pas trop forte, les énergies renouvelables à bas coût suffisent à assurer l'équilibre. Lorsque celles-ci ne sont plus

suffisantes, les centrales nucléaires à coût un peu plus élevé, mais modéré, sont alors sollicitées puis, enfin, lorsque la demande est forte, ce sont les centrales thermiques qui sont utilisées. Le prix de l'électricité est alors indexé sur celui du charbon ou du gaz naturel qui est plus élevé. S'ajoute par ailleurs la taxe sur les émissions de CO₂ dans le cadre du marché européen du carbone.

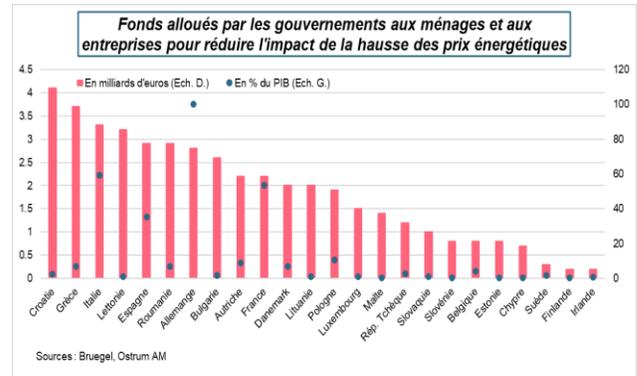
La hausse récente du prix de l'électricité a par ailleurs été amplifiée par la nette baisse de la production hydroélectrique, du fait de la sécheresse et de la maintenance de plus de la moitié des réacteurs nucléaires français, causée notamment par le vieillissement des installations (contrôle de corrosion pour certains).

Le prix de l'électricité a ainsi été multiplié par 13 en France pour s'établir aujourd'hui autour de 560 euros par MWh contre une moyenne de 42 euros entre 2015 et 2020. Le 26 août, un pic de 1 130 euros par MWh a été atteint.

Conséquence : récession à venir en zone euro

La forte hausse des prix du gaz et de l'électricité alourdit de manière conséquente la facture énergétique et pèse sur les prix à la consommation. La forte accélération de l'inflation (à 9,1 % en août en zone euro) se traduit par des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages. Les moins favorisés sont les plus affectés du fait d'une proportion plus importante de leur revenu consacrée aux dépenses énergétiques. Les entreprises font, pour leur part, face à la hausse de leur coût de production. Cela affecte plus particulièrement les entreprises très consommatrices de gaz et d'électricité, comme la métallurgie, la papeterie, la verrerie et la chimie. Certaines entreprises de métallurgie ou de fertilisant ont dû ainsi réduire ou stopper leur production face à la forte hausse de leur coût.

La moindre consommation et l'activité plus réduite, perceptibles à travers les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise et des ménages, devraient se traduire par une récession au sein de la zone euro à partir du 4^e trimestre. Afin qu'elle ne soit pas trop forte, les gouvernements multiplient les mesures pour amortir le choc sur l'économie. Selon Bruegel, les États de l'Union européenne ont dépensé 440 Mds d'euros entre septembre 2021 et le 21 septembre 2022, soit 3 % du PIB de l'UE. Cela comprend 310 Mds d'euros pour limiter la hausse des prix de l'électricité, réduire les taxes sur l'énergie et accorder des subventions. Ces mesures n'ont pour le moment pas donné lieu à une forte hausse des ratios de déficit sur PIB. Elles ont été financées essentiellement par une croissance plus forte que prévue, des recettes fiscales supplémentaires liées à la forte inflation et la réallocation de fonds inutilisés qui étaient initialement destinés à la crise du Covid 19. Mais cela ne va pas durer, du fait de la longueur de la crise, de son intensification et de l'entrée en récession de la zone euro.



Propositions de la Commission européenne

Afin de coordonner les actions des gouvernements pour qu'elles soient plus efficaces, la CE a proposé, le 14 septembre, une intervention d'urgence sur le marché de l'électricité. Elle vise à réduire la facture énergétique. Selon la CE, la hausse des prix de détail de l'électricité en glissement annuel depuis juillet 2021 a été en moyenne de près de 50 % et celle-ci devrait se poursuivre cet hiver avec la progression du prix du gaz naturel et la fixation de nouveaux contrats. Des mesures exceptionnelles sont ainsi nécessaires et l'instrument d'urgence en matière d'électricité devrait s'appliquer au plus tard à partir du 1^{er} décembre 2022 et jusqu'au 31 mars 2023. Les propositions reposent sur 3 piliers.

Réduire d'au moins 10 % la consommation d'électricité

Baisser la demande d'électricité de tous les consommateurs est le moyen le plus rapide et le moins onéreux pour réduire la facture énergétique. Afin de diminuer les prix de l'électricité, la Commission propose aux États de s'engager à réduire d'au moins 10 % la consommation d'électricité jusqu'au 31 mars 2023 en ciblant les heures de pointes. Elle propose l'obligation de réduire d'au moins 5 % la consommation d'électricité aux heures de pointes (couvrant au moins 10 % des heures de chaque mois), lorsque celle-ci coûte le plus cher (quand le gaz fixe le prix marginal). Les États peuvent choisir les mesures appropriées, dont le recours à une compensation financière. Une réduction de 5 % de la demande en période de pointe est estimée réduire la consommation de gaz autour de 4 % cet hiver, soit au moins 1.2 milliards de mètre cube sur 4 mois, selon la CE.

Plafond temporaire sur les recettes excédentaires des producteurs d'électricité « inframarginaux »

Ces producteurs produisent de l'électricité à partir de technologie à moindre coût, comme les énergies renouvelables, le lignite ou le nucléaire. Ils ont ainsi bénéficié de recettes exceptionnelles, en raison de la forte

hausse des prix de l'électricité de gros, alors que leurs coûts sont restés relativement inchangés. La Commission propose de fixer un plafond à 180 euros par MWh sur les recettes du marché de l'électricité produite par ces technologies. Les recettes supérieures à ce plafond seront perçues par les États membres et versées aux ménages et entreprises pour réduire leur facture énergétique. La Commission encourage également les États qui échangent de l'électricité à signer des accords bilatéraux de solidarité, afin de partager les recettes excédentaires. Selon les estimations de la CE, ce plafond permettrait aux États de recevoir 117 Mds d'euros sur un an.

Contribution de solidarité temporaire sur les bénéfices exceptionnels du secteur des combustibles fossiles

Cela concerne les compagnies énergétiques du secteur du pétrole, du charbon, du gaz et du raffinage. Les États membres percevraient une partie des bénéfices de 2022 excédant de plus de 20 % les bénéfices moyens des 3 années précédentes. Le taux appliqué serait d'au moins 33 %. Ces recettes seraient destinées aux consommateurs d'énergie et plus particulièrement à ceux les plus affectés par les prix élevés de l'énergie : les ménages les plus défavorisés, les entreprises à forte intensité énergétique. Cette mesure serait en vigueur pendant un an. Les recettes sont estimées à 25 milliards d'euros.

Les mesures en cours ou remises à plus tard

La Commission poursuit ses travaux en matière d'instruments destinés à améliorer la liquidité des entreprises énergétiques actives sur les marchés à terme de l'électricité. Elles se trouvent actuellement en difficulté, du fait de la forte hausse du prix du gaz et de sa volatilité. La CE travaille avec les régulateurs de marché sur une modification des règles relatives aux garanties et sur des mesures pour limiter la forte volatilité intrajournalière des cours.

L'encadrement temporaire des mesures d'aide d'urgence des États sera revu en octobre. Cela devrait notamment permettre aux États d'apporter des garanties publiques aux entreprises très fragilisées par cette crise énergétique et éviter ainsi une forte hausse des faillites.

La CE souhaite établir une nouvelle référence pour le prix du gaz en Europe autre que celle actuelle du TTF qui était, selon la CE, pertinente lorsque le gaz était acheminé principalement par gazoduc. Cet indice ne prend pas en compte la forte hausse des importations en gaz naturel liquéfié.

Un autre sujet reporté à plus tard est celui du renforcement de la plateforme d'achats communs d'énergie qui permettrait aux pays de ne pas entrer en concurrence dans leurs approvisionnements et de bénéficier de prix plus bas.

La Présidente Ursula Von Der Leyen a également annoncé qu'à plus long terme une réforme complète du marché de l'électricité serait menée, visant notamment à découpler le prix du gaz du prix de l'électricité.

Une nouvelle Banque européenne de l'hydrogène sera créée. En utilisant les ressources du fonds pour l'innovation, elle investira 3 Mds d'euros pour développer ce marché.

Plusieurs remarques

Les propositions de la CE, visant à redistribuer les profits en excès des entreprises énergétiques aux États, sont estimées apporter 140 Mds d'euros aux gouvernements, soit 1 % du PIB de l'Union européenne. Cela va les encourager à prendre des mesures supplémentaires pour aider les ménages les plus défavorisés et les entreprises les plus affectées par la hausse des prix de l'électricité. Le coût est néanmoins plus faible que ce qui était attendu par les marchés. Il y a également beaucoup d'incertitude sur la manière dont laquelle seront redistribués ces revenus aux ménages et aux entreprises, sur le délai auquel ils pourront en bénéficier et donc sur l'impact effectif sur la croissance et l'inflation.

Par ailleurs, de nombreux pays ont déjà adopté des mesures visant à réduire l'impact de la crise énergétique sur les ménages et les entreprises en instaurant pour certains un plafond sur les recettes excédentaires des entreprises énergétiques. Ces pays demandent ainsi plus de flexibilité dans la mise en œuvre des mesures de l'UE.

L'adoption d'un prix plafond sur le gaz, pourtant largement discutée avant le 14 septembre, n'a pas été proposée par la CE. Certains pays comme les Pays-Bas, la Pologne et l'Allemagne n'y sont pas favorables, en raison de leur forte dépendance à l'énergie russe et s'y opposent, de peur d'en être privés. Vladimir Poutine a prévenu début septembre qu'en cas d'instauration d'un prix plafond sur le gaz russe, il couperait l'ensemble des approvisionnements à l'Europe, que ce soit en gaz, en pétrole ou en carbone. Des discussions pourraient avoir lieu à ce sujet lors de la réunion extraordinaire du Conseil avec les ministres de l'énergie, le 30 septembre.

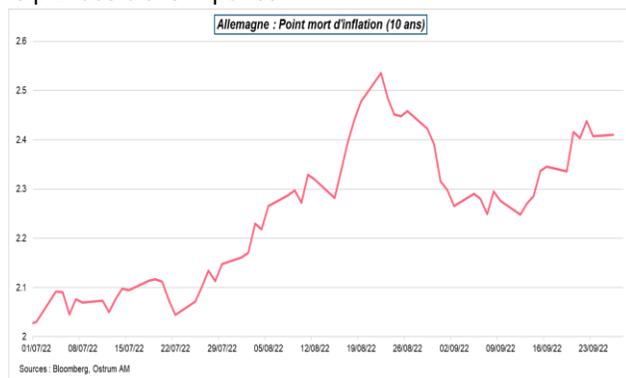
Les propositions de la Commission doivent être approuvées à la majorité qualifiée par le Conseil. Une réunion de l'Eurogroupe se tient le 3 octobre et un Conseil européen les 20 et 21 octobre au cours duquel les propositions devraient être probablement acceptées, après modifications pour intégrer davantage de flexibilité. Elles devraient entrer en vigueur avant l'hiver.

Impact sur les marchés

Baisse temporaire des points mort d'inflation

Le 26 août, l'annonce de l'organisation à venir d'une réunion d'urgence de l'UE pour faire face à la crise énergétique s'est traduite par une baisse sensible des points morts d'inflation. Les marchés ont anticipé des mesures de nature à calmer la forte hausse des prix de l'électricité. En Allemagne, le point mort d'inflation à 10 ans est ainsi passé de 2,46 %, le 26 août, à 2,25 %, le 7 septembre. Cette diminution est toutefois également due au discours « hawkish » des banquiers centraux à Jackson Hole – Jerome Powell intervenant le 26 au soir –, déterminés à relever rapidement et fortement leur taux pour lutter contre la forte inflation.

Les points morts d'inflation sont ensuite repartis à la hausse, probablement en raison de l'impact incertain des mesures de la CE sur l'inflation de chaque pays, de la publication d'une inflation américaine plus forte qu'attendu, le 13 septembre (+ 0,6 % sur le mois d'août pour l'indice sous-jacent contre 0,3 % attendu par le consensus) et de la nouvelle baisse de l'euro par rapport au dollar qui renchérit le prix des biens importés.



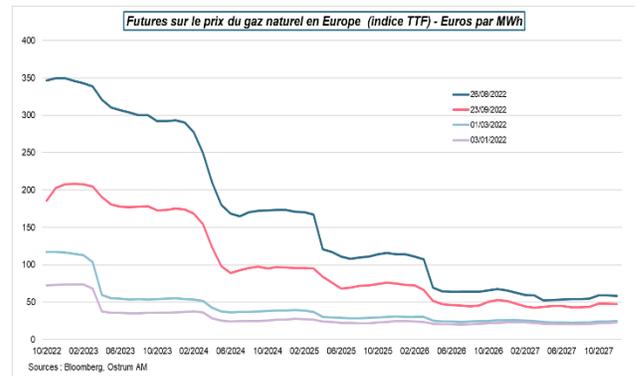
Baisse des prix de l'électricité à court terme

La multiplication des mesures prises par les gouvernements pour réduire l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises, associée aux propositions de mesures d'urgence de la CE, actuellement en discussion, se sont traduites par une nette baisse du prix du gaz et de l'électricité par rapport au pic atteint le 26 août. Ces prix restent toutefois très élevés par rapport au niveau qui prévalait avant le conflit (1^{er} graph).

Le prix du gaz naturel et de l'électricité vont rester élevés

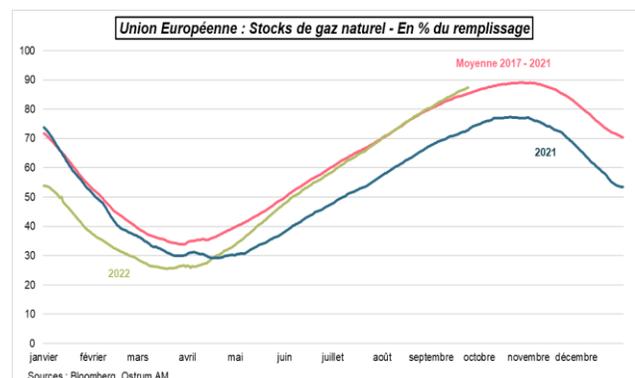
Les risques de nouvelles tensions sont prégnants, compte tenu de la baisse des températures à venir à partir du mois d'octobre et de la hausse de la consommation d'énergie qui en résultera. Selon les contrats Future, le prix du gaz naturel est attendu en hausse à un peu plus de 200 euros par MWh

en novembre, pour se maintenir à ce niveau jusqu'au mois de mars (courbe rose). C'est certes beaucoup moins élevé que ce qui était attendu fin août dernier (courbe bleu foncé). Le risque de plus faibles livraisons en gaz russe, voire d'un arrêt, est également plus prégnant avec la mobilisation partielle décrétée par V. Poutine.



Les stocks ne seront pas suffisants, en cas d'hiver rigoureux ou d'arrêt des approvisionnements russes

Afin de sécuriser leurs approvisionnements à l'approche de l'hiver, les pays ont significativement augmenté leurs stocks de gaz naturel. L'objectif de 80 % fixé par l'UE pour le 1^{er} novembre 2022 a ainsi été atteint à la fin août. Il est actuellement de 87 %, dépassant légèrement la moyenne de 2017-2021.



Cette reconstitution rapide des stocks s'est faite principalement par une forte hausse des approvisionnements en gaz naturel liquéfié, provenant majoritairement des États-Unis, puis d'Asie. À cela s'est ajoutée une moindre demande, notamment d'entreprises qui ont dû réduire leur production du fait de prix trop élevés.

La situation d'un pays à l'autre est néanmoins contrastée. Si la France et l'Allemagne s'approchent des 90 % de capacités de stockage, les Pays-Bas, et les pays baltes en sont encore loin.

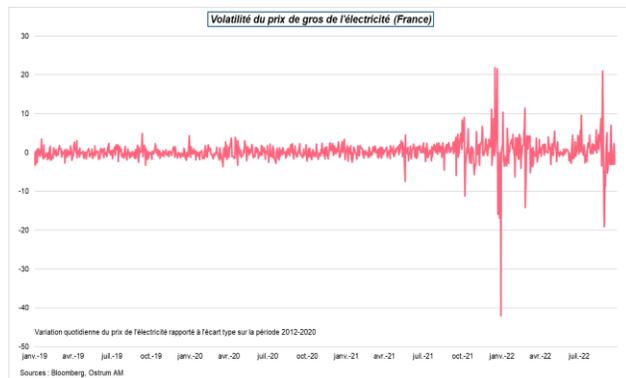
La reconstitution des stocks de gaz avant l'hiver est nécessaire pour l'UE, mais pas suffisante en cas d'hiver

rigoureux ou d'arrêt des approvisionnements en gaz naturel russe. C'est ce qu'anticipent les marchés avec un prix du gaz naturel attendu en moyenne autour de 180 euros entre avril et décembre 2023.

En effet, la hausse des importations au moyen du gaz naturel liquéfié semble avoir atteint ses limites. Elle a permis rapidement de palier les moindres approvisionnements russes, surtout grâce à une forte hausse des importations en provenance des États-Unis. Les flux supplémentaires par gazoducs en provenance de pays fiables, se heurtent notamment à un manque d'infrastructure transfrontalière pour amener le gaz vers les pays qui en ont le plus besoin (Allemagne, pays de l'Est). La construction de nouveaux terminaux gaziers et l'amélioration des infrastructures transfrontalières prendra du temps. Le maintien de prix élevés du gaz et de l'électricité ne va donc pas prendre fin passé cet hiver mais perdurer en 2023 et 2024.

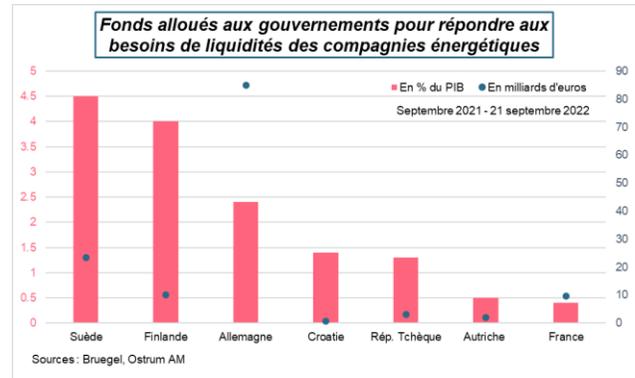
Risque d'une crise de liquidités ?

Les fournisseurs d'énergie sont fragilisés par la forte volatilité des prix.



C'est le cas particulièrement des entreprises d'électricité. Ces entreprises publiques vendent généralement leur électricité plusieurs années à l'avance pour garantir un certain prix en déposant des garanties. La forte hausse des prix du gaz et de l'électricité a généré une augmentation très importante des liquidités à apporter pour garantir la couverture des futures livraisons.

Des entreprises très dépendantes du gaz russe se sont trouvées ainsi en forte difficulté, obligeant les États à intervenir massivement, compte tenu de leur rôle stratégique dans l'approvisionnement énergétique du pays. L'Allemagne vient ainsi de nationaliser Uniper. La Norvège et la Suède sont également massivement intervenues (à hauteur de 4,5 % et 4 % du PIB respectivement) par le biais de garanties ou de prêts.



Selon la société norvégienne Equinor, les appels de marge représenteraient au niveau européen au moins 1,5 trillions d'euros, chiffre que la BCE juge excessif (20 à 25 Mds d'euros selon les propos reportés à Reuters). Certaines entreprises ont été très affectées, les obligeant à quitter le marché des dérivés, ce qui a généré un manque de liquidités sur ce dernier. Cela peut en retour créer plus de volatilité et de hausses des prix et affecter un nombre plus important d'acteurs. La Banque des Règlements Internationaux souligne que la baisse de l'activité sur le marché des dérivés du pétrole américain est liée surtout à l'activité de couverture, plutôt qu'à celle des positions spéculatives. Cela fait craindre que certains utilisateurs finaux d'énergie se retirent de l'activité de couverture et absorbent les risques de prix sur leur bilan. Cela pourrait affecter le marché physique en menaçant la sécurité énergétique des pays concernés.

Face à l'urgence, l'Union européenne prépare avec les autorités financières des mesures visant à améliorer la liquidité des entreprises actives sur les marchés à terme, par, notamment, la modification des règles relatives aux garanties et des moyens de limiter la volatilité intrajournalière. Christine Lagarde a, pour sa part, indiqué qu'elle soutiendrait les apports de liquidités des gouvernements aux compagnies d'énergie viables et que la BCE se tenait prête à apporter des liquidités aux banques si nécessaire.

Conclusion

Une intervention rapide de l'Union européenne permettant de rendre plus efficace les actions des États pour réduire la facture énergétique des ménages et des entreprises est cruciale. Cela n'empêchera pas malgré tout le prix du gaz, et donc de l'électricité, de rester élevés cet hiver et l'hiver 2023. La construction des infrastructures gazières nécessaires pour palier totalement l'arrêt des importations russes prendra en effet du temps. À plus court terme, une intervention urgente de l'UE est nécessaire, en raison d'un risque d'une crise de liquidités pour les fournisseurs d'énergie opérant sur les marchés à terme.

Aline Goupil-Raguénès

• La revue des marchés

Powell assumera une récession

Carnage sur les marchés avec le resserrement monétaire de la Fed et l'assouplissement budgétaire britannique

Le tournant monétaire restrictif réaffirmé à Jackson Hole s'est concrétisé cette semaine. La Réserve fédérale assumera un net ralentissement de l'activité et une hausse du chômage pour contenir les pressions inflationnistes. La SNB (+ 75 pb), la Riksbank (+ 100 pb) ont également opté pour des hausses de taux significatives. La BoE relève de son côté les taux de 50 pb, mais entamera dès octobre son resserrement quantitatif. La BoJ semble perdue dans ses contradictions entre ciblage des taux longs et intervention sur le taux de change. Dans le monde émergent, la SARB relève ses taux, à l'inverse de la Banque turque qui choisit l'alternative de la fuite en avant face à l'inflation galopante (proche de 80 %). Le resserrement monétaire des principales Banques centrales pèse évidemment davantage sur les marchés boursiers qui plongent de 5 %. Les taux longs s'envolent. Le Bund perce le seuil de 2 % pour la première fois depuis 2011. Le T-note s'échange au-delà de 3,75 %, comme le Gilt qui risque l'indigestion avec la révision des perspectives d'émissions de dette publique (193 Mds £ sur l'année fiscale à venir). Les spreads se tendent avec la reconstitution des primes de risque et la remise en place de protection sur la nouvelle série d'iTraxx. Le crossover s'échange au-delà des 630 pb. La chute du yen s'est accélérée jusqu'à l'intervention unilatérale de la BoJ autour des 145 contre dollar. Cette opération semble avoir stabilisé le yen. Dans ce contexte troublé, on en oublierait presque les élections italiennes auxquels les spreads des BTPs ne prêtent aucune attention ou l'escalade mortifère annoncée par Poutine qui mobilise 300 mille hommes supplémentaires, agitant de surcroît la menace nucléaire.

La Fed a ainsi relevé les taux de 75 pb à 3-3,25 %. Cette décision s'accompagne d'une révision de la trajectoire des taux incluant deux nouveaux mouvements de 75 pb et 50 pb, respectivement, au quatrième trimestre. L'impact attendu du resserrement monétaire se chiffre à 0,5 pp de croissance sur 2023 (1,2 % contre 1,7 % prévu en juin) en raison d'une remontée du taux de chômage à 4,4 %. Les prévisions de la Fed soulèvent néanmoins une question : l'inflation sous-jacente (core PCE) étant prévue à 3,1 % au 4^e trimestre, la hausse d'un demi-point du chômage suffira-t-elle à changer la donne ? La prudence en matière de politique monétaire implique sans doute un biais restrictif prolongé. Le resserrement quantitatif prendra le relais des hausses de taux. Le portefeuille de T-bills a commencé à s'amortir, conformément à l'objectif de 60 Mds \$ de réduction des avoirs en Treasuries. En revanche, le portefeuille de MBS ne diminuera pas sans ventes sèches. Au Royaume-Uni, la BoE opte pour 50 pb avec une courte

majorité, compte tenu des trois votes pour 75 pb et un pour 25 pb. Le resserrement quantitatif intégrera des ventes de Gilts à hauteur de 10 Mds £ chaque trimestre. La réduction du bilan se chiffre à près de 100 Mds £ à l'horizon de 12 mois. Le soutien budgétaire décidé par Mme Truss requerra des emprunts obligataires à hauteur de 193 Mds £. Le cadrage macroéconomique de la BoE sera revu en novembre. Le plafonnement des prix de l'énergie atténuera la hausse des prix, mais les transferts aux ménages sont un pari risqué dans l'environnement actuel. La SNB a relevé son taux de 75 pb sous prétexte d'inflation, mais surtout par mimétisme de la BCE. Ailleurs, la BoJ est confrontée aux effets collatéraux du QE sans limites. L'effondrement du yen force la BoJ à une intervention périlleuse sur le marché des changes.

Le resserrement monétaire pèse énormément sur les valorisations des actifs, avant même que la récession éventuelle ou les probables bouleversements géopolitiques liées à l'agression de l'Ukraine par la Russie ne soient totalement intégrés. Les taux grimpent rapidement. Le T-note s'échange au-delà de 3,75 % avec des taux réels au-delà d'1,35 % à 10 ans. L'adjudication de TIPS 10 ans s'est soldé par une prime inhabituelle. La dynamique de la courbe a aussi changé depuis le mois d'août. La courbe des taux réels s'aplatit, alors que celle des anticipations d'inflation se pentifie de nouveau, la baisse du pétrole (WTI sous (80\$)) amplifiant ce retournement de tendance. Aux niveaux actuels, les TIPS longs couvrent bien le risque de stagflation. En zone euro, le Bund suit le mouvement des Treasuries touchant 2,10 % en séance vendredi. La recherche de convexité dans un environnement de volatilité élevée entretient la demande de 30 ans de sorte que le spread s'inverse désormais. L'inversion de la courbe euro n'est peut-être qu'une question de semaines. Les spreads souverains sont d'une stabilité déconcertante, compte tenu des risques d'inflation, de crise énergétique et des élections en Italie. Le BTP cote autour de 230 pb. La décision de l'UE de suspendre 7,5 Mds € de subsides à la Hongrie semblait pourtant constituer un avertissement au probable gouvernement d'extrême-droite en Italie. Le crédit demeure orienté à l'écartement, mais, à l'instar des swap spreads, l'ajustement est sans commune mesure avec celui des actions. Il est possible que les investisseurs vendent en priorité les actifs liquides. Sans surprise, le Nasdaq, en chute de 10 % sur un mois, plonge avec les tensions sur les taux. Les flux sont défavorables aux actions européennes où seules les banques surnagent dans cet environnement de taux d'intérêt. Le plongeon de l'euro atténue l'ajustement des valorisations, mais les points bas de juin ont été enfoncés. Enfin, le dollar est, depuis le début de l'année, la seule valeur refuge fiable. Le billet vert s'apprécie de 2 % cette semaine. L'euro enfonce le seuil des 98c et le yen en perte trouve finalement un soutien dans l'intervention de la BoJ. L'intervention unilatérale n'est pas toujours couronnée de succès et ne fait que souligner les contradictions dans la politique monétaire nipponne.

Axel Botte

Stratégiste international

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	1.94%	+33	+95	+256
EUR Bunds 10a	2.08%	+27	+69	+225
EUR Bunds 2s10s	13bp	-6	-26	-30
USD Treasuries 2a	4.21%	+27	+81	+348
USD Treasuries 10a	3.75%	+26	+71	+224
USD Treasuries 2s10s	-46.3bp	-1	-10	-124
GBP Gilt 10a	4.07%	+93	+146	+310
JPY JGB 10a	0.25%	-1	+4	-8
EUR Spreads Souverains (10a)	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	59.36bp	+5	-2	+22
Italie	239.61bp	+12	+5	+104
Espagne	117.17bp	+3	-2	+43
Inflation Points-morts (10a)	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.59%	+3	-16	+53
USD 10a Inflation Swap	2.62%	+3	-21	-15
GBP 10y Inflation Swap	4.26%	-1	-44	+8
EUR Indices Crédit	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	204bp	+3	+8	+109
EUR Agences OAS	86bp	+1	+1	+37
EUR Obligations sécurisées OAS	105bp	+2	+1	+59
EUR High Yield Pan-européen OAS	568bp	+7	+9	+250
EUR/USD Indices CDS 5a	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	133bp	+22	+21	+85
iTraxx Crossover	648bp	+95	+93	+405
CDX IG	107bp	+19	+23	+58
CDX High Yield	576bp	+50	+82	+283
Marchés émergents	26-sept.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	517bp	+12	+23	+149
Devises	26-sept.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$0.965	-3.691	-3.131	-15.1
GBP/USD	\$1.086	-4.995	-7.527	-19.7
USD/JPY	JPY 144	-0.625	-4.490	-20.1
Matières Premières	26-sept.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$86.8	-\$5.2	-\$12.2	17.54029527
Or	\$1 643.0	-\$32.9	-\$95.2	-10.1804
Indices Actions	26-sept.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 677	-5.72	-9.38	-22.9
EuroStoxx 50	3 351	-4.24	-7.01	-22.0
CAC 40	5 794	-4.42	-7.66	-19.0
Nikkei 225	26 432	-5.18	-7.72	-8.2
Shanghai Composite	3 051	-2.07	-5.72	-16.2
VIX - Volatilité implicite	31.72	23.14	24.10	84.2

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-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 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 ...26/09/2022

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