

Économie & Marchés financiers

Les politiques de soutien économique et de vaccination des pays développés ont porté leurs fruits. Les Etats ont réouvert leurs économies, conduisant ainsi à une reprise vigoureuse de l'économie mondiale. Les pressions inflationnistes restent préoccupantes mais les banques centrales maintiennent leurs prévisions d'une inflation transitoire.

POINT MACRO-ÉCONOMIQUE

PAR PHILIPPE WAECHTER, CHEF ÉCONOMISTE, OSTRUM ASSET MANAGEMENT

Après la période estivale, l'économie des pays développés va plutôt bien. Depuis la réduction des contraintes sanitaires à la fin de l'hiver, la croissance s'est accélérée et l'emploi s'améliore chaque mois. Cette reprise de l'activité repose sur trois éléments.

Une reprise rapide

Le premier est la vive reprise des échanges internationaux. La Chine qui exportait beaucoup en 2020 n'importait que de façon limitée. De la sorte et compte tenu de la taille de l'économie chinoise, un tel comportement pesait sur la reprise du reste du monde. Ce frein a été levé au début de l'année 2021 provoquant une vive amélioration des pays qui exportent vers cette région. Outre de nombreux pays asiatiques, l'Allemagne était le grand bénéficiaire de cette expansion. L'effet locomotive de la Chine et de l'Asie a été d'autant plus fort qu'il y avait un décalage de conjoncture entre cette région et le reste du monde. La pandémie a été traitée plus rapidement qu'ailleurs en 2020 provoquant ce décalage de cycle.

Le deuxième facteur est la politique économique. En Europe elle a réduit le risque sur le marché de l'emploi en prenant en charge les emplois menacés par la crise sanitaire. C'est une différence majeure par rapport aux récessions antérieures. Aux USA, la stratégie a été davantage curative que préventive. Pour réduire le risque, l'administration Trump puis celle de Biden ont accru le montant des allocations chômage dans le cadre de la pandémie et n'ont pas hésité à verser des primes substantielles aux ménages américains pour solvabiliser la demande. Ces modes opératoires différents de la politique économique reflètent des institutions et des comportements très différents sur le marché du travail. Il est donc difficile de les comparer.

Le troisième facteur est la levée des contraintes sanitaires alors que le taux de personnes vaccinées progressait rapidement. Après plusieurs mois de comportements contraints, les ménages et les entreprises ont consommé et investi différemment. Cet effet rattrapage a été fort en général et encore plus important aux Etats-Unis compte tenu des primes considérables reçues par les ménages (1400 dollars par américain ayant un revenu de moins de 75000\$ par an soit un total de près de 400 milliards distribués en quelques semaines en mars).

La conjonction de ces trois facteurs a conduit à une reprise soutenue de l'activité et de l'emploi. En outre, en raison des échanges très denses en Europe, il y a des effets d'entraînement d'un pays à l'autre qui rendent l'activité plus autonome.

En France, l'emploi salarié a rebondi vivement sur la première partie de l'année notamment au deuxième trimestre. Par conséquent, les emplois créés durant les 6 premiers mois de l'année 2021 ont plus que compensé les emplois perdus en 2020. En juin 2021, l'emploi salarié était supérieur à son niveau de 2019. C'est un élément clé de réduction du risque pour les ménages. En outre, les revenus provenant de ces emplois supplémentaires accroissent la demande, réduisant ainsi le risque d'un ajustement trop brutal de l'économie et de l'emploi au moment de la sortie des dispositifs de politique économique.

Fin du rattrapage

Au regard des chiffres, notamment des enquêtes auprès des entreprises, ce rattrapage du printemps s'est essoufflé à partir de juillet. La Chine contribue un peu moins en raison d'une résurgence épidémique, les primes Biden ont été dépensées et la situation se cale progressivement sur une trajectoire plus soutenable à moyen terme. Rien de dramatique mais l'accélération du printemps est achevée.

L'inflation s'est accélérée

L'autre facteur clé de la conjoncture est l'inflation. Depuis le mois d'avril elle s'est franchement accélérée aux US au-delà de 4% puis de 5% depuis juin. En zone euro, le taux d'inflation ne s'est franchement hissé au-delà du fameux 2% de la BCE qu'à partir du mois d'août où la hausse annuelle des prix à la consommation s'est calée sur 3%.

Cependant le parallèle s'arrête là. Outre Atlantique, le taux d'inflation sous-jacent (hors énergie et produits alimentaires) s'est inscrit au-delà de 4.5% en juin et à 4% en août. En zone Euro, il est resté inférieur à la cible de 2%. Les réflexions et les attitudes des banques centrales sont, dès lors, a priori très différentes. Avant de revenir sur ce point, regardons d'où vient l'inflation.

Le principal facteur d'accélération de l'inflation est le pétrole (la composante énergie des indices des prix à la consommation à la même allure et le même profil que le prix du pétrole). En zone euro il explique la moitié du taux d'inflation, 1.5% sur les 3% d'inflation. Aux US, c'est environ 1.8% sur 5.3% d'inflation en août. Dans les deux cas c'est très fort. Et lorsque l'inflation vient d'un ajustement du marché pétrolier, les banques centrales n'interviennent pas pour trois raisons. Elles ne maîtrisent pas du tout le marché du pétrole et ne veulent surtout pas s'y brûler les doigts. Si elles intervenaient, elles pèseraient sur l'activité et accentueraient l'éventuel ralentissement de la demande qui résulte d'une baisse du pouvoir d'achat provoqué par la hausse du prix de l'essence et du fioul. Enfin, la hausse du prix du pétrole ne se traduit pas par une hausse des salaires. Il n'y a pas d'effet persistant.

Sur les autres postes, les prix de l'alimentation évoluent peu des deux côtés de l'Atlantique.

En zone euro, le prix des services est stable et seul le prix des biens est en vive hausse en août, reflet du prolongement des soldes en août 2020 et pas en août 2021.

Aux USA, l'histoire n'est pas la même. Les primes versées par l'administration Biden ont été rapidement dépensées notamment dans les transports. Le prix des billets d'avion, le prix des locations de voiture ou encore le prix des voitures d'occasion se sont envolés. Ces phénomènes traduisent l'utilisation des primes et ils commencent à s'estomper en août. L'inflation va rester haute mais ne s'accélélera plus.

Un enjeu est l'apparition de tensions sur le marché du travail qui suggère des hausses de salaires et un risque de voir l'inflation se prolonger.

Ce point est excessif car les tensions apparaissent sur des secteurs spécifiques comme l'hôtellerie restauration, le transport routier ou encore la construction. Ce sont généralement des secteurs où les conditions de travail sont dégradées. Pendant la pandémie, les salariés de ces secteurs fermés en raison du confinement ont trouvé à être employés ailleurs dans de meilleures conditions. Les salaires augmentent dans ces secteurs pour que l'emploi devienne attractif. C'est normal mais la hausse ne se retrouve pas forcément ailleurs.

Peu de tensions salariales en Europe et aux US mais le taux de salaire moyen américain n'a pas baissé pendant la crise contrairement à ce qui était observé dans les récessions passées. Le point de départ d'éventuelles hausses est dès lors un peu plus haut que ce qui était généralement constaté. Le taux d'inflation ne va pas s'ajuster à la baisse aussi vite que par le passé après une récession.

Un dernier point, pour avoir une inflation persistante il faudrait des clauses d'indexation des salaires sur les prix plus favorables aux salaires. Rien n'est observable actuellement sur ce point. L'inflation va donc ralentir et aura un caractère temporaire même si elle reste quelques mois au-dessus de la cible des banques centrales.

Profitant de l'embellie conjoncturelle, les autorités monétaires ajustent à la baisse leurs achats d'actifs. La Fed pourrait annoncer un ralentissement progressif de ses achats alors que la BCE a clairement indiqué une réduction du processus en diminuant ses achats sur la fin de l'année. Cela n'est guère préoccupant puisque les émissions des états européens vont franchement ralentir sur la deuxième partie de l'année. La BCE n'a ainsi plus le besoin d'être aussi agressive.

En tout cas, la Fed et la BCE ont clairement indiqué qu'elles n'étaient pas prêtes à remonter leurs taux d'intérêts avant longtemps.

COMMENT RÉAGISSENT NOS FONDS ?

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

Malgré un été calme, les marchés ont connu un léger regain de volatilité au cours des dernières semaines, mais la réalité est qu'ils restent pour la plupart d'entre eux proches de leurs sommets historiques récents. Malgré cela, il est intéressant de s'interroger sur les préoccupations du marché ces derniers jours.

En effet, l'environnement macro-économique commence à se complexifier notamment depuis que le côté temporaire de la hausse des prix menace de s'allonger dans le temps. La tâche revenant aux banquiers centraux n'en est que plus délicate dans la mesure où, parallèlement à ce phénomène inflationniste « temporaire », se dessine un ralentissement de la dynamique de croissance, même si celle-ci devrait malgré tout rester à un niveau élevé.

Pour ce qui est des Etats-Unis, le marché du travail continue de s'améliorer mais à un rythme plus lent comme le montre le dernier chiffre de créations d'emplois pour le mois d'août à + 235 000 créations, très inférieur aux mois précédents. Par ailleurs, le sentiment et les dépenses des consommateurs ont été affectées par les inquiétudes liées au variant Delta et le rythme de la hausse des prix a reculé en août également à 4% (en rythme annualisé). Du côté politique, les négociations concernant le relèvement du plafond de la dette, nécessaire à compter du 1er octobre pour éviter un défaut de paiement du trésor, continue à alimenter la nervosité des marchés.

En Chine, après que la campagne du gouvernement et ses actions en faveur de la réglementation et de la prospérité partagée ait effrayé les marchés internationaux, ce sont les difficultés rencontrées par le promoteur immobilier Evergrande qui viennent désormais rappeler aux investisseurs la fragilité d'un système assis sur une quantité excessive de crédit. En réponse au premier défaut de paiement lundi 20 septembre d'un coupon d'une de ses obligations, la Banque Centrale Chinoise a annoncé l'injection supplémentaire de liquidités dans le système et le gouvernement laissait entendre qu'il préparait le terrain à une restructuration de la dette du conglomérat.

En Europe, la BCE prend acte de la bonne tenue de la croissance et de ses perspectives toujours très fortes, mais continue à adopter une attitude très accommodante, même si elle va probablement réduire le rythme de son quantitative easing.

Au Japon, les perspectives continuent de s'améliorer après un premier trimestre plus difficile. La campagne de vaccination s'accélère et le soutien fiscal en cours devrait également aider.

En conséquence, nous restons constructifs sur les actifs risqués pour la fin de l'année. Nous pensons que la croissance restera solide, que l'inflation sera plus élevée que prévu et que les gouvernements éviteront de brider l'économie (en Europe et aux Etats-Unis). Avec un soutien monétaire et fiscal toujours en place - bien que moins fort qu'en 2020 - et des bénéfices qui continuent sur leur lancée des deux derniers trimestres, nous pensons que l'appétit pour le risque restera conséquent.

Sur les actions, nous conservons notre biais haussier, après l'avoir diminué légèrement au début de l'été et conservons notre exposition directionnelle. Nous avons entré une exposition spécifique en Europe avec l'Espagne qui présente de bons fondamentaux et permet de renforcer notre exposition aux banques de l'UEM et avons également renforcé notre exposition aux Etats-Unis. Sur la partie émergente de nos portefeuilles, nous transférons une partie de nos expositions aux indices globaux vers l'Amérique Latine et l'Asie émergente afin de nous exposer plus spécifiquement sur deux pays. La Chine, en raison de la forte baisse du marché qui pourrait se trouver dans une zone d'excès et le Mexique en raison de sa proximité avec les Etats-Unis et sa capacité à bénéficier de sa croissance. Sur les taux d'intérêts, nous maintenons notre sous-exposition à la duration car nous pensons que le rallye obligataire a été excessif en juillet. Notre vue haussière sur les taux longs reste intacte et nous restons sous-exposés en duration en sous-pondérant toujours la catégorie Euro et souverain US. Cependant, nous maintenons une vue positive sur l'Investment Grade et restons en dehors du High Yield. Sur le front des devises, nous profitons de la récente hausse de l'USD pour couvrir 5% à 10% de notre exposition.

Gamme Avenir : Olivier Bussiere – Gérant

Les fonds diversifiés sont surpondérés en actions notamment en actions européennes, en actions de l'Asie Pacifique et sur le Japon. A contrario, nous sommes neutres sur les actions américaines dont les valorisations sont élevées. Nous avons récemment remonté les poids des actions de l'Asie Emergente, la faiblesse récente constituait une opportunité. La rotation sectorielle depuis novembre dernier en faveur des secteurs délaissés (cycliques et financiers) a marqué un temps d'arrêt. Nous pensons que le mouvement devrait reprendre au regard des écarts de valorisations encore plus prononcés et des taux de croissance de résultats supérieurs et maintenons donc notre préférence à ces secteurs (finances et cycliques) et des fonds concernés tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

La hausse des taux d'intérêts a fait une pause mais la poursuite de la hausse des matières premières va de nouveau augmenter les pressions inflationnistes. Nous maintenons donc une forte sous pondération en obligations. Nous avons poursuivi le mouvement de baisse de la duration de nos poches investis en produits de taux et détenons des pourcentages croissants investis sur des produits monétaires ou des titres très faibles en durée de vie. Sur la dette d'Entreprise, nous sommes allés sur des maturités plus courtes. Enfin, dans le même esprit, nous avons acheté des obligations offrant une protection contre l'inflation.

Impact ISR : Nicolas Bozetto – Gérant

Depuis la fin du printemps, le contexte est redevenu porteur pour les gestions ISR : avec l'assouplissement des tensions sur les taux, les valeurs de croissance et de qualité, naturellement très investies, ont en effet retrouvé l'attrait des investisseurs. Après un début d'année en forte hausse mais relativement difficile face aux indices "classiques", ce panorama plus favorable a permis à notre portefeuille actions de largement rattraper son retard sur le MSCI Europe en 2021.

Les gérants obligataires ont également maintenu leurs convictions sur les entreprises bien notées, au détriment des dettes souveraines. Ils ont su piloter activement le risque de durée, dans un contexte compliqué sur les marchés de taux.

Enfin, notre allocation (nettement surpondérée sur les actions / sous-pondérée sur les taux) 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 +4% (profil « Rendement ») et +8% (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 23 septembre 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 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 : 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