

FLASH MENSUEL

# Économie & Marchés financiers

*Avril 2023*



POINT  
MACROÉCONOMIQUE

ZOOM  
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES  
SUR NOS GAMMES

Lors des réunions du mois de mars, les banques centrales en Europe et aux USA ont mis l'accent sur le risque inflationniste. Pourtant, peu de temps auparavant, une faillite bancaire avait obligé la banque centrale US à intervenir rapidement et brutalement pour éviter la propagation de l'onde de choc sur le système financier mondial.

## Point macro-économique

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

### L'intervention nécessaire des banques centrales

Lorsque la Silicon Valley Bank a fait défaut **par manque de liquidités**, les investisseurs du monde entier se sont inquiétés d'une déferlante qui, comme en 2008, aurait pu entraîner le secteur financier.

#### Quelques remarques pour comprendre :

- La banque a fait défaut parce que la valeur de son portefeuille en bons du Trésor US a fortement reculé.
- Ces actifs avaient été achetés lorsque les taux d'intérêt étaient très bas, c'est-à-dire lorsque les prix des obligations étaient très chers.
- La banque s'est retrouvée dans l'impossibilité de disposer de la liquidité nécessaire pour faire face aux retraits de ses clients et a fait défaut.

#### Lorsqu'une banque est dans cette situation, il y a trois dimensions.

**La première** est celle des clients qui veulent récupérer leurs dépôts. L'organisme de garantie des dépôts US est intervenu très vite pour les garantir quel qu'en soit le montant (initialement la limite est de 250 000 dollars). Il n'y avait plus alors besoin de se précipiter. **La deuxième** est celle d'une panique bancaire qui se diffuse. Chacun, client d'une banque, s'interroge sur la solidité de l'établissement à qui il a confié ses dépôts. C'est pour cela que la banque centrale US est intervenue très vite pour apporter des liquidités à la banque et à toutes celles qui pourraient être dans une situation similaire. Personne ne doit penser que son propre dépôt puisse être mis en danger. C'est une situation que l'on avait vue dans les années 1930 et 1931 aux US et cela avait eu un effet dévastateur. La banque centrale n'avait pas eu ce rôle de prêteur en dernier ressort qu'elle joue désormais. **Le troisième** risque est associé à l'ensemble du système financier global. La globalisation financière n'est pas un vain mot et un choc se diffuse très vite. **C'est pour cela que les valorisations boursières des banques ont été chahutées.**

Cependant, **pour que le choc se propage, il faut qu'il y ait des mécanismes qui facilite sa diffusion.** En 2008, le risque bancaire avait été porté par la titrisation et par la faillite de la banque Lehman Brothers. Ni l'une ni l'autre de ces raisons ne sont observables dans la crise bancaire US. Il n'y a pas d'actifs diffusés de par le monde, comme les actifs titrisés en 2008, dont la valeur tombe à zéro mettant en difficulté toutes les banques de la planète. Lehman était une banque de marché et toutes les banques de marché dans le monde étaient de près ou de loin liées à elle. Son défaut avait alors eu un effet dévastateur. **Rien de tel avec la Silicon Valley Bank.** On ne trouve pas de processus similaires à partir de la banque californienne.



## Les banques centrales sous tension

**Si un parallèle devait être fait** avec la crise financière de 2008/2009, **c'est avec la faillite de la banque anglaise Northern Rock**. Là aussi, la banque avait été dans l'incapacité de disposer des liquidités dont elle avait besoin. **Pour éviter les effets de panique, elle avait été nationalisée sur le champ** et la crise bancaire, en septembre 2007, s'était éteinte.

D'une certaine manière, les autorités monétaires américaines ont eu la même attitude. C'est un type de crise bancaire qui se rencontre assez régulièrement dans l'histoire financière. Par le passé, une crise bancaire était peu systémique, car l'institution concernée était locale. Aujourd'hui, en raison de la globalisation financière, une banque n'est plus locale même si son champ d'action l'est. **D'où l'activisme des autorités**.

Cela ne veut pas dire que le risque bancaire a disparu. Les banques, de par le monde, sont confrontées à une hausse des taux d'intérêt alors que depuis la crise financière, ceux-ci étaient le plus bas possible. **Cela oblige à repenser le modèle bancaire et peut engendrer des dysfonctionnements** que les autorités surveillent pour éviter qu'ils ne se transforment en crise ingérable.

En zone Euro, la BCE est plus exigeante que la Federal Reserve américaine et son champ est plus large aussi. **Toutes les banques subissent la surveillance de très près de la Banque Centrale Européenne**. Celle-ci, toujours sur le qui-vive, est prête à intervenir si une difficulté se présentait.

Cette attitude de la BCE est issue des conséquences de la crise de 2008/2009. Les Américains avaient eu aussi pris des mesures plus contraignantes. Mais Donald Trump avait réduit l'étendue du contrôle bancaire et ce qui a été constaté en Californie lui échoit en partie. **Cette vigilance de tous les instants des banques centrales leur ont permis de maintenir leur attention sur l'inflation**.

Lors des réunions de mars, **le risque inflationniste, encore perçu comme élevé, a incité les autorités à remonter leurs taux d'intérêt**. La BCE a remonté ses taux de 50 points de base alors qu'au Royaume Uni et aux USA les banques centrales remontaient leurs taux de référence de 25 points de base.

**La situation de l'inflation n'est cependant pas la même partout**. D'abord parce que le choc à l'origine de l'inflation n'est pas similaire aux US et en zone Euro. Beaucoup de demandes, des difficultés de production et une hausse forte du prix du pétrole aux Etats-Unis. Des difficultés de production, une demande modérée et un choc énergétique majeur en Europe.

## La persistance de l'inflation

En **zone Euro, le phénomène marquant est celui de l'énergie**. Au pétrole se sont ajoutés le gaz et l'électricité dont les prix ont vivement augmenté en 2022 après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ce phénomène inhabituel provoque de la **persistance dans l'allure de l'inflation**. En effet, les entreprises ont signé des contrats d'énergie, pour 2023, à des prix beaucoup plus élevés qu'en 2022. Elles diffusent donc ces prix élevés de l'énergie dans leurs propres prix. **C'est ce phénomène de contagion qui explique la persistance de l'inflation en zone Euro**. Elle se manifeste sur les prix alimentaires, sur les prix des biens et aussi des services. **Ce mécanisme s'inversera à la fin de l'année 2023** et c'est alors que l'inflation ralentira.

L'enjeu pour la BCE est la gestion de cette inflation supplémentaire et la nécessaire remontée des taux qu'il faudra appliquer pour être certain d'être crédible face à la hausse des prix. **La BCE devra remonter encore ses taux d'intérêt pour cela**, elle doit être sûre que l'inflation ne s'inscrira pas dans la durée, même si cela a des effets négatifs sur l'activité.

**Un décalage entre les Etats-Unis et l'Europe** est perceptible, le point haut des taux sera touché plus tardivement en Europe.

Toutefois, **les banques centrales maintiendront leurs taux élevés** pendant un bon moment pour éviter une résurgence non souhaitée de la hausse des prix. Le repli de l'inflation et la stabilisation des taux des banques centrales sont une première étape pour réduire les primes d'inflation et dégonfler les taux d'intérêt de long terme.

## Comment réagissent les marchés financiers et nos fonds ?

par Nuno Teixeira, membre du comité d'allocation d'actifs, Natixis Investment Managers Solutions

« Si notre scénario de croissance mondiale n'a pas été revu à la baisse, le premier trimestre a été marqué par un épisode de stress bancaire »

Si notre scénario de croissance mondiale n'a pas été revu à la baisse, **le premier trimestre a été marqué par un épisode de stress bancaire** qui a affecté successivement en mars la Silicon Valley Bank, Credit Suisse et, de manière moins dramatique d'autres établissements (banques régionales américaines, Deutsche Bank) perçus comme présentant des signes de fragilité réels ou supposés.

Les contraintes pesant de plus en plus sur les bilans bancaires, **dans un contexte de hausse des taux d'intérêt**, laissent désormais à penser que le crédit devrait être à la fois plus onéreux et moins abondant, ce qui est de nature **à peser sur la croissance de l'économie mondiale.**

Aux Etats-Unis, **la publication début avril de l'indice ISM Manufacturing** - au plus bas depuis mai 2020 (à 46,3) - n'a pas permis d'atténuer le pessimisme grandissant autour de la croissance. Il convient toutefois de rappeler que cet indice était tombé à 39,4 en décembre, sans pour autant faire dévier la Fed de sa trajectoire de normalisation monétaire. **En Europe, la zone euro a affiché en janvier un PMI composite en hausse sensible** (54,1 contre 52 en février), tirée par l'évolution des services (55,6 contre 52,7) et malgré la faiblesse de l'activité manufacturière (47,3 contre 48,5). A noter que le taux d'inflation global est anticipé à 6,9% sur un an glissant en mars (contre 8,5% en février) mais l'inflation sous-jacente a encore accéléré à 5,7% (contre 5,6%), **une évolution de nature à maintenir la pression sur la BCE.**

En Asie enfin, on notera qu'**en Chine, les indicateurs d'activité avancés continuent d'accélérer** (le PMI composite passant en mars de 56,4 à 57), malgré un ralentissement de l'activité manufacturière. Cette tendance révèle un affaissement de l'activité industrielle sur la majeure partie des économies d'Asie du Nord, à l'image du Japon, de la Corée du Sud et de Taïwan, tandis que l'Asie du Sud-Est (Inde, Thaïlande, Indonésie, Philippines) est restée en expansion.

**Les marchés d'actions internationaux ont connu un deuxième trimestre consécutif de rebond**, compte tenu d'une évolution perçue comme plus favorable de l'inflation et des taux d'intérêt depuis le début de l'année 2023, suggérant une moindre pression sur les banques centrales et des perspectives de croissance légèrement meilleures que prévu. Sur la base des données au 12 avril, l'indice MSCI World All Countries, représentatif des marchés d'actions développés et émergents, s'est ainsi adjugé +8,1% en dollars et +4,9% en euros.

**Les actions européennes ont affiché une belle progression** (+9,6% pour le Stoxx Europe 600 et +12,5% pour l'Euro Stoxx), et sont désormais à moins de 5% en dessous de leur plus haut de début janvier 2022. **Le Nasdaq s'est également bien repris** (+14,3% en \$) après son effondrement de 2022, même si le marché américain dans son ensemble a été quelque peu à la traîne avec une progression plus modeste du S&P500 (+7,1% en \$). L'évolution la plus remarquable depuis le début de l'année a été le retour des valeurs de croissance, notamment aux Etats-Unis : l'indice MSCI World Growth (+11,1% en €) affiche une nette avance sur le MSCI World Value (-0,3% en €), ce dernier ayant souffert simultanément du recul du secteur de l'énergie (-1,2% en €) et des valeurs bancaires (-5,1% en €) depuis le début de l'année.

A noter que ce dernier secteur, qui faisait partie des meilleurs secteurs jusqu'au début mars, a fortement souffert des inquiétudes liées au secteur bancaire, à la suite de la faillite de la Silicon Valley Bank, des déboires de Credit Suisse et des inquiétudes entourant les banques régionales américaines, en dépit de la forte et rapide réaction des autorités de tutelle et des banques centrales concernées. **Le MSCI World Banks abandonne ainsi plus de 14% sur le mois de mars** même si le secteur se reprend nettement en Europe depuis le 24 mars.

Dans le même temps, **les indices obligataires** ont été très volatils mais **ont finalement profité depuis le début de l'année des inflexions baissières sur la croissance et l'inflation**, ainsi que du stress bancaire, notamment sur les échéances les plus courtes qui avaient d'abord vu leur rendement s'envoler jusqu'au début mars.

L'indice Bloomberg Euro Aggregate s'est ainsi adjugé 1,8% depuis le début de l'année (au 12/04/2023), tandis que le rendement du Bund 10 ans est passé de 2,44% à 2,37%. A noter que les spreads sur la dette corporate IG de la zone euro ont été volatils – passant d'un plus bas de 140 à un plus haut de 200 – mais sur l'ensemble de la période ils ont finalement peu évolué, passant de 170 fin décembre à 167 au 12 avril.



## Perspectives sur nos gammes

### Gamme Avenir

Jean-Paul Fernandes – Gérant Senior

Nous conservons **un biais prudent sur le compartiment actions** avec une légère sous-pondération (environ 1%). De même, nous conservons une sous-pondération modérée en sensibilité obligataire.

L'annonce de **trois faillites de banques régionales américaines** début mars a provoqué un vent de panique sur le secteur bancaire et pesé sur les anticipations d'évolution de la politique monétaire aux Etats-Unis mais, également, en Europe.

La **crise de confiance** s'est propagée en zone euro, conduisant la BCE à communiquer sur la solidité des bilans, les niveaux élevés de fonds propres et de liquidité des banques européennes. Les craintes se sont graduellement apaisées à partir du 24 mars.

Nous avons réduit notre exposition sur les actions de la zone Euro, notamment **en réduisant la diversification sur le secteur bancaire, pour renforcer les actions américaines**. Le plus gros changement sur la période a été de remonter la sensibilité des portefeuilles par réduction de la poche monétaire.

Concernant nos expositions sur le crédit, nous restons constructifs en **privilégiant le crédit de bonne qualité**. Cependant l'exposition à cette classe d'actifs n'a pas été renforcée sur le mois. Nous détenons ainsi principalement des obligations d'Etats de la zone Euro et remettons très légèrement du risque crédit de bonne qualité.

### Impact ISR et Cap ISR

Nicolas Bozetto – Gérant senior

En hausse de près de 10% depuis début 2023, **notre gestion actions ISR commence l'année en ligne avec son indice de référence**. Les rotations de secteurs et de style qu'ont connues les marchés d'actions en 2021-22 semblent un peu apaisées. Le contexte est ainsi de nouveau **plus favorable aux convictions que nous portons sur le long terme**.

Si nous avons partiellement rééquilibré notre portefeuille l'année dernière (notamment en réinvestissant sur des valeurs de la santé, des télécoms et du secteur financier) nous avons évidemment **continué de favoriser les acteurs de la transition environnementale et sociale**.

Malgré une volatilité toujours importante sur les marchés de taux, **nos poches obligataires ISR se retrouvent également mieux positionnées** en ce début d'année. Là aussi leur allocation sur des dettes d'entreprises de bonne notation financière et extra-financière permet à notre sélection de s'afficher en hausse et en avance sur l'indice de référence en 2023.

Enfin, **notre allocation globalement prudente pénalise légèrement les compartiments diversifiés** depuis le début d'année. Partant d'une forte sous-exposition, nous avons commencé à remonter la sensibilité de nos poches obligataires depuis le mois de janvier. En 2022, nous avons également largement protégé les poches actions, via des instruments dérivés utilisés en couverture. Nous conservons ces positions à date, et restons légèrement **sous-exposés aux actions**, de l'ordre de -1% 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 19 avril 2023, 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 les frais relatifs à l'investissement dans des FCPE sont indiqués dans le Document d'Informations Clés (DIC) 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 DIC 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 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