

FLASH MENSUEL

Économie & Marchés financiers

Jun 2023



POINT
MACROÉCONOMIQUE

ZOOM
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES
SUR NOS GAMMES

L'allure de l'inflation reste une préoccupation permanente des consommateurs, des salariés, des chefs d'entreprises mais aussi des banquiers centraux. Les premiers la subissent alors que les autorités monétaires doivent la gérer pour éviter qu'elle ne s'inscrive à la hausse dans la durée.

Point macro-économique

par Philippe Waechter, chef économiste, Ostrum Asset Management

L'impact de l'inflation

Revenons un instant sur la question de l'inflation car sa dynamique est complexe engendrant des **intérêts contradictoires**. Pour le salarié et le consommateur, la question principale est celle de son pouvoir d'achat puisque son salaire nominal progresse généralement moins vite que les prix, notamment en ce qui concerne les prix alimentaires. L'inflation a donc un effet inégalitaire fort pour les revenus les plus bas.

Pour l'entreprise, la problématique est celle de la **répercussion de ces coûts** pour ne pas pénaliser ses marges, c'est aussi l'incertitude associée à la période d'inflation qui peut l'inciter à remonter ses prix de façon excessive afin de ne pas être affectée par le profil plus volatil des prix. Les consommateurs-salariés et les entreprises n'ont donc pas nécessairement les mêmes intérêts sur la question de l'inflation.

A côté de cela, les banques centrales adoptent des stratégies qui permettront de **ne pas voir l'inflation s'inscrire dans la durée**. L'expérience des années 1970 montrait que l'incertitude engendrée par l'inflation avait un impact négatif sur l'allure du cycle économique. L'horizon moins clairement défini limite la capacité à se projeter dans le futur au risque de pénaliser l'investissement.

C'est la combinaison de ces éléments qui rend complexe l'analyse de l'inflation. C'est un mélange de **rapport de force**, de tensions avec souvent des effets inégalitaires importants car les modes d'indexation ne sont pas les mêmes d'un contrat à l'autre quel qu'en soit le type (de travail, commercial, financier, de retraite, etc.).

Dans l'épisode actuel, le point majeur a été l'impact fort et brutal du prix de l'énergie. Le pétrole d'abord puis le gaz et l'électricité ont expliqué parfois plus de la moitié de l'inflation en zone Euro. C'est considérable. Mais ce choc s'est propagé aux entreprises avec des contrats d'énergie très cher en 2023, avec des prix des engrais très élevés dans l'agriculture. C'est pour peser sur ces effets de contagion que la BCE souhaite contraindre les comportements afin d'éviter les effets d'aubaine qui ne manquent pas de se produire dans un tel environnement.



Les banques centrales sous tension

La Banque Centrale Européenne maintiendra son étreinte tant que les comportements n'auront pas changé dans la durée. C'est aussi pour cela que **la BCE a indiqué un resserrement supplémentaire de ses taux en juillet** et a réduit à 0 dès juillet le réinvestissement des revenus de son portefeuille d'achats d'actifs : attention sur ce point, n'est concerné que ce qui est appelé l'APP qui est l'achat « classique » d'actifs par la BCE. Les achats faits dans le programme spécifique associé à la pandémie ne sont pas concernés et les revenus de ce portefeuille spécifique continueront d'être réinvestis.

La BCE restera restrictive par ses taux d'intérêt et par la réduction de la liquidité en réduisant ses réinvestissements mais aussi en réduisant la taille des opérations de TLTRO dans lesquelles, la BCE donnait des conditions préférentielles aux banques pour prêter à l'économie et plus précisément aux entreprises via les banques. Ce qui a changé au cours des derniers mois est **le nouvel équilibre du marché de l'énergie**. Il n'y a plus les tensions constatées en 2022 et les ruptures constatées devraient permettre de rapidement **stabiliser l'inflation de la zone Euro**.

Plusieurs facteurs intéressants sur ce marché de l'énergie

1 – Le prix du gaz est **revenu à un niveau presque comparable à celui d'avant la crise en Ukraine**. C'est un changement radical qui traduit à la fois l'abondance de gaz dans le monde, un comportement de demande mieux maîtrisé en Europe et aussi une **production d'électricité nucléaire à nouveau robuste en France**. Cela se traduit par des **stocks abondants de gaz et la certitude**, après les réparations faites par EDF notamment sur les centrales de la dernière génération, que **l'Europe passera un hiver 2023/2024 plutôt serein**.

2 – Le deuxième point est la **forte progression de l'utilisation des énergies renouvelables** dans la production d'électricité. Les chiffres sont très forts dans la plupart des pays européens de l'Allemagne au Portugal. La France est un peu en retrait du fait de ses capacités à produire de l'électricité à partir de ses centrales nucléaires.

3 – Les ressources importantes en gaz et l'accélération du rôle des énergies renouvelables donnent à **l'Europe une meilleure capacité d'autonomie**. En 2022, l'euro avait été attaqué sous ce prétexte. Les européens ont fait mentir les mauvais augures.

4 – **Le prix du pétrole est lui aussi revenu à un niveau comparable** à celui observé **avant l'invasion de l'Ukraine** par la Russie.

La baisse des prix de l'énergie va se traduire par 4 phénomènes

1 – **Une facture énergétique nettement moins élevée qu'en 2022**. Ces montants seront captés par les consommateurs et les entreprises européennes, ils ne partiront plus aux US, au Qatar ou ailleurs. Cette sorte de contrechoc va alimenter la demande européenne sur une échelle importante.

2 – **Le taux d'inflation va nettement ralentir**. Le prix du pétrole, qui est au voisinage de 70€ le baril se compare à un prix moyen de 95 € en moyenne en 2022. Pour le prix du gaz, on va comparer un prix entre 30 et 40 euros le mégawattheure à un prix moyen de 133 l'an dernier. Une conséquence majeure est que cette opération va tirer vers le bas et en zone négative la contribution de l'énergie aux taux d'inflation.

3 – **Les contrats d'énergies qui seront renouvelés** à l'automne prochain le seront sur **une base de prix beaucoup plus basse**. Les marges des entreprises vont s'améliorer redonnant de la concurrence entre les entreprises d'un même secteur.

4 – Comme les négociations salariales se calent sur l'inflation passée, **le ralentissement actuel va se traduire par une dérive moindre des salaires** dans les mois à venir. La conséquence est que **l'inflation pourrait ralentir plus vite qu'attendu** au risque de provoquer une sorte de contrechoc énergétique qui serait alors très favorable à la demande interne. **Cela permettra en outre de maintenir une dynamique positive sur l'emploi**. Ces facteurs vont solvabiliser la demande au risque de voir la croissance 2024 être un peu plus forte que ce qui est généralement attendu.

Comment réagissent les marchés financiers et nos fonds ?

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

« Notre prévision de croissance mondiale est en hausse de +1,9% à 2,2%, du fait d'un ajustement de nos attentes sur la Chine »

Notre prévision de croissance mondiale est en hausse de +1,9% à 2,2%, du fait d'un ajustement de nos attentes sur la Chine (à +4,6% contre +4% précédemment) et du maintien de conditions financières assez neutres aux Etats-Unis.

Cette vigueur quelque peu paradoxale de l'économie mondiale au regard du durcissement des politiques monétaires semble s'expliquer par **la qualité des "bilans"** des agents économiques, la bonne santé du marché du travail et, par conséquent, des délais de transmission plus longs à l'économie des relèvements de taux directeurs.

Aux Etats-Unis, les publications macro-économiques sont contrastées avec, d'une part, **un marché du travail toujours très dynamique** (près de 339 000 créations d'emplois non agricoles en mai) **et un indice de surprises économiques positif** et, d'autre part, par contraste, **des indicateurs avancés en dégradation** avec un PMI Composite tombé à 49,9 (contre 51,4 en avril) sous la pression à la fois du secteur manufacturier et des services. A noter qu'un des principaux indicateurs de l'inflation sous-jacente (le «PCE core») est resté stable à +4,6% sur un an glissant.

En Europe, le sentiment des ménages en zone euro s'améliore, alors que l'inflation totale a reflué à 6,1% en mai (7% en avril). En revanche, **l'inflation sous-jacente se maintient à 5,3% sur un an glissant** - un recul modeste par rapport au record observé en mars (5,7%). Nous tablons sur **un nouveau relèvement du taux de refinancement de la BCE de 0,25% en juillet**. A noter que le PMI manufacturier a atteint un plus bas de 36 mois à 44,8, pénalisé par le secteur manufacturier allemand qui souffre d'une baisse des commandes et de la hausse des prix de l'énergie.

En Asie, c'est **le secteur des services qui a été le grand bénéficiaire de la réouverture de l'économie** et la croissance des ventes au détail demeure dynamique (+18,4% sur un an glissant en avril). En revanche, le PMI Manufacturier ne rebondit guère (50,9 en mai en dessous de son niveau de février), **le secteur immobilier ne repart pas et les exportations sont en recul**. Un nombre croissant d'économistes tablent sur une baisse des taux directeurs ou du taux de réserves obligatoires des banques.

Le MSCI World et le MSCI World AC ont tous deux cédé -1,0% en mai, même s'ils sont en hausse en euros (+2,5%) avec la remontée du dollar. Depuis le début de l'année, ces indices affichent désormais une avance respective de +8,6% et +7,8% en euros. On notera la **nouvelle contre-performance des marchés émergents en mai** (-1,6% en \$) et surtout depuis le début de l'année (+1,2% en \$). En dépit d'un positionnement prudent des investisseurs, **les marchés continuent de profiter de la dynamique satisfaisante des résultats**, de valorisations encore raisonnables et de niveaux de volatilité particulièrement bas.

Les actions européennes ont perdu leur leadership depuis le début de l'année (+8,2% pour l'Europe Stoxx 600), compte tenu du retard pris en mai (-2,5% contre +4,1% en € pour le S&P 500 et +4,6% pour le Topix). On remarquera aussi que la performance du **marché américain est de plus en plus concentrée sur un petit nombre de valeurs** (Apple, Amazon, Google, Meta, Tesla, etc...) : ainsi, alors que l'indice S&P 500 pondéré par les capitalisations boursières s'adjuge +9,6% depuis le début de l'année à fin mai et que l'indice Nasdaq Composite s'envole de +24,1%, un indice S&P 500 équipondéré recule de -0.65% en dollar !

Les investisseurs, notamment aux Etats-Unis, continuent donc de rechercher la croissance et la visibilité : **le MSCI World Growth (+20,6% en €) accroît son avance par rapport au MSCI World Value** (-1,2%) depuis le début de l'année à fin mai.

En Europe également, l'écart s'accroît : alors que le MSCI Europe Growth limite son recul en mai (à -1,1%), le MSCI Europe Value cède -4%, depuis le début de l'année, alors que les valeurs de croissance européennes gagnent +12,6% il n'en est pas de même pour les univers « value » qui ne progressent que de +4,6%.



Les marchés obligataires ont poursuivi leur normalisation en mai, et **sont partagés entre des perspectives de durcissement monétaire supplémentaire et les craintes de récession**, compte tenu des délais de réaction des économies. Les indices obligataires ont été sensiblement plus volatils aux Etats-Unis qu'en zone euro du fait des inflexions de discours de la Fed. Si l'indice Bloomberg Euro Aggregate finit le mois de mai sur une hausse de +0,36%, l'indice Bloomberg Global Aggregate a lui reculé de -1,95% en \$. Leur hausse s'inscrit désormais respectivement à +2,6% (en €) et +1,4% (en \$) en 2023.

Le taux des Treasuries et du Bund à 10 ans est passé respectivement de 3,42% à 3,64% et de 2,31% à 2,28%. **Les deux courbes de taux ont vu leur inversion s'accroître**. A noter que les spreads moyens de la dette corporate Investment Grade (IG) en zone euro se traitent autour de 82 bps, tandis que ceux du high yield sont autour de 468 bps, des niveaux assez stables par rapport à ceux de fin avril.

Face à un scénario macro-économique plus incertain et à la performance non négligeable des marchés d'actions, **nous avons décidé d'adopter un positionnement plus prudent**. Nos portefeuilles affichent désormais une position légèrement **sous-pondérée en actions en considérant que la hausse du marché américain est très (trop) concentrée** sur un petit nombre de valeurs, choisies dans une optique défensive compte tenu de leur qualité et de leur visibilité. Nous préférons attendre, avant de revenir à une position plus constructive, que la hausse puisse s'élargir à un univers de valeurs plus large.

Dans nos allocation actions, nous continuons d'accroître notre exposition à des poches plus défensives et moins cycliques et nous gardons une position prudente sur les marchés émergents.

S'agissant des **poches obligataires, nous favorisons une position neutre en durée** et continuons **de préférer nous limiter au crédit « Investment Grade » en zone euro** : son rendement se situe autour de 4,30% offrant ainsi un couple rendement/risque attractif, dans un environnement de ralentissement - mais non d'effondrement - de la croissance. Nous sommes également favorables à des prises de position sélectives sur la dette émergente en dollar (couverte du risque de change) pour les mêmes raisons.

Perspectives sur nos gammes

Gamme Avenir

Jean-Paul Fernandes, Philippe Faget et Olivier Tulasne – Gérants Senior

- Dans un contexte d'incertitude sur le panorama macro-économique et monétaire, nous avons maintenu une allocation actions prudente sur le mois. **L'exposition aux actions de la zone Euro a été réduite ainsi que la diversification sur le secteur bancaire de la zone Euro.** En contrepartie, nous avons mis en place **une diversification plus défensive sur le secteur des télécoms européen.**
- La sensibilité a été de nouveau augmentée. Le ratio est aujourd'hui autour de 92% de la sensibilité de l'indice des fonds. **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.
- A noter que pour Avenir Actions Long Terme la répartition du portefeuille est à 90% en actions cotées, 0,4% actions non cotées et 9,6% en monétaire, car les investissements sur le non-coté sont en cours. **Un engagement de 3,5 M€ sur le fonds de capital investissement Naxicap NIO III a été réalisé** et les premiers appels de fonds débuteront à l'issue de son premier « closing » prévu en milieu d'année. Un engagement de 1M€ a aussi été réalisé sur le fonds de capital investissement Mirova MEAC avec un premier appel de fonds prévu sur le mois de juin.
- A fin mai, les montant totaux engagés en capital investissement représentent désormais 5,5M€ soit 8,3% de l'actif d'Avenir Actions Long Terme. **Les prochains investissements du fonds porteront sur de nouvelles stratégies de capital investissement** et sur le renforcement de positions existantes dans l'objectif d'atteindre prochainement l'allocation cible de 80% actions cotées et 20% actions non cotées.

Impact ISR et Cap ISR

Nicolas Bozetto – Gérant senior

- Après les **violentes rotations sectorielles et de style** qu'ont connu les marchés d'actions en 2021-22, **le 1er trimestre 2023 a été porteur pour notre gestion actions ISR.** Après une passe plus difficile en avril, le mois de mai a vu le retour en grâce des thématiques que nous défendons. Ainsi notre gestion actions ISR s'est affiché sur une hausse proche de celle de l'indice MSCI Europe depuis début d'année. Si nous avons partiellement rééquilibré notre portefeuille en 2022 (notamment en réinvestissant sur des valeurs de la santé et télécoms) 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 ont retrouvé meilleure fortune depuis début d'année. **Notre positionnement sur des dettes d'entreprises de bonne notation financière et extra-financière** ont permis à notre sélection de s'afficher en hausse en 2023, en ligne avec l'indice de référence.
- Enfin, notre allocation globalement prudente a légèrement pénalisé les compartiments diversifiés depuis début d'année. Partant d'une forte sous-exposition, nous avons commencé à **remonter la sensibilité de nos poches obligataires depuis début d'année.** En 2022, nous avons également largement protégé les poches actions, via des instruments dérivés utilisés en couverture. Nous avons conservé 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 Juin 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 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 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