

FLASH MENSUEL

Économie & Marchés financiers

Octobre 2023



POINT
MACROÉCONOMIQUE

ZOOM
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES
SUR NOS GAMMES

En Europe, le taux d'inflation ralentit. C'est la bonne nouvelle de l'automne. La Banque Centrale Européenne va ainsi mettre un terme au durcissement de sa politique monétaire. Certes, la hausse des prix n'est pas encore revenue autour de 2%, cible de la BCE, mais les facteurs qui avaient engendré ce choc inflationniste ont disparu.

Point macro-économique

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

Les facteurs de l'inflation

La forte accélération de l'inflation depuis le printemps 2021 est le résultat de plusieurs facteurs. **Le premier est la hausse marquée de la demande** pour sortir de la pandémie. En Europe et aux US, chacun s'était restreint pendant la crise sanitaire et avait ensuite dépensé de façon importante.

La demande a aussi surpris les entreprises qui ne disposaient **pas des stocks nécessaires pour faire face au supplément de demande**. Elles n'avaient pas non plus **les réserves nécessaires en composants** pour produire un grand nombre de produits. On pense ici aux semi-conducteurs dont la production était limitée alors que la demande augmentait de façon spectaculaire. **La combinaison des deux premiers facteurs s'est traduite par des pénuries et des rationnements**. Celui qui, à l'époque, voulait acheter une voiture neuve a dû faire face à des délais inhabituels. In fine, cela a provoqué d'intenses pressions haussières sur les prix.

Le troisième facteur est le prix de l'énergie. D'abord cantonné au pétrole, du fait de la reprise de l'activité après la pandémie, la contribution de l'énergie au taux d'inflation s'est vite accentuée après la crise de l'énergie consécutive à l'invasion de l'Ukraine. Les **prix du gaz et de l'électricité ont alors progressé très vite et très fortement**. A titre d'illustration, le prix moyen du gaz en Europe était de 18 € le mégawatt heure en moyenne entre 2015 et 2019. Le 26 août 2022 il s'inscrivait à 340 €. Il est revenu depuis un peu au-dessous de 50 €

Dans l'analyse de l'inflation européenne, la composante **énergie a dominé toutes les autres jusqu'en octobre 2022**. Elle **expliquait entre 40 et 60% de la hausse des prix de la zone Euro**. Les autres prix avaient augmenté, mais dans des proportions moindres. Cependant, en 2023, il y a eu **un effet de contagion vers les autres secteurs de l'énergie**. De nombreuses entreprises ont dû renouveler leur contrat de gaz ou d'électricité et cela s'est fait à un prix beaucoup plus important qu'en 2022. **Les entreprises ont répercuté ce prix dans leurs propres prix**.

La BCE est intervenue à partir de l'été 2022 lorsqu'elle s'est aperçue que **l'inflation serait plus persistante qu'anticipée** et qu'il y avait un risque fort de contagion vers le reste de l'économie.

L'inflation ralentie

Ces facteurs générateurs de l'inflation se sont nettement estompés cet automne. La contribution du prix de l'énergie est négative, **le prix de l'énergie tire l'inflation vers le bas**. **Les prix des biens ralentissent franchement et celui des prix alimentaires aussi**. **Seul le prix des services continue à contribuer** sensiblement. Cela va évoluer en raison du ralentissement de l'activité économique et du changement d'attitude des entreprises sur le marché du travail. Elles ne semblent plus vouloir embaucher autant que ce qu'elles ont fait depuis la reprise post-pandémie.

Cela se traduira par un rééquilibrage dans les négociations salariales et une progression moins rapide des salaires. Cela commence à s'observer à l'échelle européenne. **Depuis le point haut d'avril 2023, la hausse des salaires s'est infléchie**. Cette dynamique va continuer **limitant la hausse du prix des services**. L'ensemble des composantes de **l'inflation va ralentir et l'inflation totale aussi**.



Deux remarques subviennent

1 - **Ce n'est pas pour autant la fin de l'inflation.** Le cycle de hausse des prix initié après la crise sanitaire est certainement en train de s'achever. Néanmoins, l'économie globale entre dans une nouvelle ère qui sera certainement plus inflationniste. **La transition énergétique va rendre le prix de l'énergie plus élevé.**

De plus, **les mécanismes qui avaient maintenu les prix bas en Europe ont un peu disparu.** Depuis le milieu des années 1980, l'Europe a bénéficié de la globalisation des échanges qui s'est traduit par **une concurrence forte sur les prix notamment de pays où les coûts de production étaient faibles.**

En outre, la mondialisation s'est traduite par **la délocalisation d'emplois des pays industrialisés vers les pays émergents.** Cette situation a limité le pouvoir de négociation des salariés. Dans la période post-pandémie, le monde est moins homogène. La mondialisation fonctionne différemment en raison des tensions qui peuvent être observées, entre les US et la Chine par exemple. **De plus, après la pandémie, on assiste au retour de la politique industrielle dont un des objectifs est de relocaliser l'activité au plus près du consommateur. Les coûts seront plus élevés.**

2 – La deuxième remarque porte sur **les prix alimentaires.** Ils vont eux **aussi restés forts au cours des prochaines années.** Les prix des produits agricoles étaient élevés avant la pandémie, ils ont connu un effet d'accélération lors de la crise en Ukraine. Dans le même temps, les prix alimentaires ont été affectés par la vive hausse du prix des engrais, en phase avec la progression rapide du prix du gaz. Ce dernier point a disparu mais **les prix agricoles restent élevés en raison notamment d'une dégradation des conditions de production.** Les récoltes de blé sont affectées par les aléas climatiques et l'incertitude qui y est associée maintient les prix à un niveau élevé.

Donc **à court terme, le taux d'inflation va ralentir,** mais ce ne sera qu'une pause avant un taux d'inflation plus élevé dans la durée. Si les banques centrales pourront dans le futur moduler leurs taux d'intérêt, ceux-ci **ne reviendront jamais au niveau proche de zéro observé après la grande crise financière.** Le niveau des taux longs devra aussi s'ajuster à cette nouvelle donne, d'autant que les banques centrales n'achèteront plus d'actifs comme elles ont pu le faire. Leur stratégie était alors d'adoucir un choc appréhendé comme temporaire. Elles étaient légitimes dans leur action. **Le choc de la transition énergétique et du changement d'équilibre du monde s'inscrira davantage dans la durée** et c'est pour cela qu'elles n'achèteront pas d'actifs à l'échelle de ce qu'elles ont fait par le passé.

Point sur la conjoncture européenne

Sur le plan conjoncturel, **le cycle en Europe est pénalisé par les dépenses limitées en produits de consommation,** un effet dû au repli du pouvoir d'achat, et par des dépenses publiques moins fortes après les dépenses observées pendant la crise énergétique. En revanche, les entreprises continuent d'investir mais, au total, **la demande interne est peu dynamique.** Et cela n'est pas compensé par les échanges internationaux qui ralentissent. **La Chine n'a plus de rôle d'impulsion qui était le sien par le passé.**

Deux remarques :

1 – La **baisse de l'inflation va se traduire par un repli du taux d'épargne** des ménages en Europe. Cela sera un fort soutien au cycle en 2024.

2 – **La conjoncture reste aussi conditionnée par la dégradation récente de l'environnement international.** Jusqu'à présent, l'impact du conflit au Moyen-Orient est limité, le prix du pétrole a finalement peu évolué en réaction. La crainte est un élargissement du conflit. S'il a lieu, le cycle économique en Europe sera fortement perturbé. Ce n'est pas notre scénario à ce jour.



Comment réagissent les marchés financiers et nos fonds ?

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

« L'écart des Etats-Unis avec le reste du monde se creuse grâce à une économie américaine qui résiste bien »

L'environnement macro-économique a évolué au cours de la période récente, avec un **contraste frappant entre les différentes régions** : l'écart des Etats-Unis avec le reste du monde se creuse, grâce à une économie américaine qui **résiste bien mieux que ses homologues européennes** et une croissance du PIB attendue autour de **2,2% en 2023**.

L'activité en **Chine peine toujours à décoller** et **l'Europe tente de se relever**, sans succès évident depuis le début de la guerre russo-ukrainienne. L'environnement économique aux États-Unis est resté favorable, **la croissance économique ne devant pas ralentir à court terme**, grâce aux **mesures de relance** budgétaires déversées avec les « Bidenomics » et l'IRA (Inflation Reduction Act).



Les 3 derniers mois et particulièrement le mois de septembre **ont été marqués par le retour des pressions sur les prix du pétrole**, dues principalement à une **contraction de l'offre des principaux pays producteurs** (notamment de l'Arabie Saoudite et de la Russie), mais aussi par la hausse de la consommation chinoise. Cette demande résiliente de pétrole de toutes les économies, couplée à une offre de plus en plus restreinte, ont conduit **la composante « énergie » de l'inflation à trembler à nouveau**.

Les actions internationales, telles que mesurées par l'indice MSCI World AC, ont affiché au **3ème trimestre 2023** une **performance légèrement négative de -0,5%** en € : après un recul de -1,7% en € en septembre, les actions internationales voient leur avance réduite depuis le début de l'année à +10,9% en €. **Les actions européennes** (Stoxx Europe 600) affichent également une baisse de **-1,7% en septembre** et voient leur progression sur 9 mois revenir à +8,5% cette année.

A noter que **sur les trois derniers mois** écoulés, la performance relative du **MSCI World Growth a été inférieure à celle du MSCI World Value** (-2% vs +1,1% en €), un écart qui s'est surtout creusé sur le mois de septembre. Il reste que l'écart en faveur des univers de croissance est encore de près de 19% depuis le début de l'année.

Cette évolution est **notamment liée aux fortes pressions vendeuses** observées sur **les marchés obligataires** tant **aux Etats-Unis qu'en zone euro**, compte tenu à la fois de la bonne tenue de l'activité aux Etats-Unis, mais aussi et surtout de la tonalité « higher for longer » des banques centrales qui donnent toujours la priorité à la lutte contre l'inflation. **Au 3ème trimestre, l'indice Bloomberg Euro Aggregate finit le trimestre avec une baisse de -1,7% et surtout accuse un recul de -2,1% sur le seul mois de septembre** : sa progression depuis le début de l'année est désormais quasiment annulée (+0,6%).

Une stratégie d'investissement plus défensive depuis le 3ème trimestre

Les dernières données d'activité soulignent **la dichotomie croissante** entre **une économie américaine soutenue par une politique budgétaire accommodante** à ce stade du cycle **et le ralentissement beaucoup plus marqué dans la plupart des autres économies**. Mais au-delà de la vigueur de la croissance américaine, les marchés s'interrogent sur la trajectoire de la dette publique américaine et, dans une moindre mesure, européenne.

La décision de l'agence de notation **Fitch Ratings** du 1er août **a privé les Etats-Unis de leur rating AAA** et a braqué les projecteurs sur **l'état inquiétant des finances publiques américaines**.

La hausse des taux d'intérêt rend beaucoup plus lourd le service de la dette américaine, avec une prévision du Congrès selon laquelle **la charge d'intérêts liée** à celle-ci devrait atteindre à elle seule **1 000 \$Mds en 2028**, plus du double de ce qui a été versé l'an dernier. Le sujet n'est d'ailleurs pas **seulement américain** : globalement, **les dettes publiques ont grimpé de 30 000 \$Mds au cours de la dernière décennie**, à 87 300 \$Mds au second trimestre de 2023.



Les marchés de taux ont pris acte de la tonalité “higher for longer” (plus haut plus longtemps) de la Fed et de la BCE et tablent sur **un plateau plus long que prévu de taux directeurs élevés**. Le sujet de la possible reprise de l'inflation ou de sa résistance à la baisse **continue d'alimenter la fermeté des banques centrales** d'autant qu'elles doivent parfois contrebalancer une politique budgétaire encore très accommodante.

La constatation du **ralentissement de l'économie mondiale**, de la performance encore confortable des marchés d'actions en 2023 (+12,0% en € au 30 septembre) et du recul des primes de risque, **ne nous incitent pas, à modifier le positionnement modérément défensif de nos portefeuilles sur les marchés d'actions**. Mis à part des positions plus volontaires affichées sur certains marchés (comme le Japon), il faudra probablement **attendre une stabilisation des taux directeurs et des marchés obligataires, pour des initiatives plus marquées**.

Dans nos allocations actions, nous continuons de **privilégier les valeurs de croissance séculaire**, mais constatons une relative vulnérabilité dans un contexte de remontée (temporaire ?) des taux longs. Nous avons **cessé d'accroître nos expositions aux valeurs de croissance pour repondérer les portefeuilles sur des stratégies un peu plus défensives, notamment en Europe**. Nous gardons une **position prudente sur les marchés émergents**, notamment sur l'Asie émergente, même si ces derniers ont un peu mieux résisté en septembre (-0.2 en € pour le MSCI Emerging Asia).

S'agissant des poches obligataires, nous avons **réduit notre durée légèrement en-deçà de nos indices**, tant aux Etats-Unis qu'en zone Euro pour **privilégier les parties courtes de la courbe européenne, qui nous semblent offrir un meilleur couple performance/risque**. Nous continuons également de **privilégier le crédit « investment grade » en zone euro**, mais sur des maturités courtes de moins de deux ans. Cette classe d'actifs offre toujours un couple rendement/risque attractif, dans un environnement de ralentissement mais non d'effondrement de la croissance.



Perspectives sur nos gammes

Gamme Avenir

Bourguignat Benjamin, Philippe Faget et Olivier Tulasne – Gérants Senior

- **Les fonds de la gamme Avenir** ont affiché cette année **des performances inférieures à leur indice de référence**, comprises entre -0,9% (Avenir Obligataire) et -1,6% (Avenir Actions Monde). **L'essentiel de cette sous-performance est intervenu en janvier**, l'indice mondial ayant affiché un rebond totalisant près de la moitié de l'ensemble de la progression observée sur 9 mois (+5,2% à fin janvier vs 12% sur 9 mois), une période pendant laquelle **nos portefeuilles étaient encore sous-pondérés en actions**. De même, la brutale détente des taux longs en début d'année (+2,1% pour l'indice Bloomberg Euro Aggregate au 1er trimestre) a surpris nos gérants, alors sous-pondérés en termes de sensibilité obligataire.
- **Tout au long de l'été, les portefeuilles ont affiché une position sous-pondérée en actions**, l'exposition se situant ainsi à un niveau proche de 45% contre 50% pour Avenir Equilibre à fin septembre. Sur ce fonds, l'exposition en actions se répartit entre actions européennes (50%), américaines et globales (36%) et asiatiques développées et émergentes (14%).
- **Sur la poche obligataire (48% du portefeuille), la sensibilité au taux d'intérêt est maintenue proche de la neutralité**. Enfin, le gérant conserve une allocation modérée sur des stratégies alternatives (2,4%) et sur un OPCI (2,3%).
- **S'agissant de Avenir Actions Long Terme, les montant engagés en capital investissement à fin septembre représentaient 8,8M€ soit 13,3%** de l'actif. Les engagements prévus en capital-investissement sur la poche actions sont en cours de réalisation et les premiers appels de fonds ont débuté : 6,8M€ sur le fonds Naxicap NIO III / 1M€ sur le fonds Seventure DOF II / 1M€ sur le fonds Mirova MEAC.
- **Les prochains investissements** d'Avenir Actions Long Terme porteront sur **de nouvelles stratégies de capital investissement et 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 une première partie d'année en ligne avec l'indice MSCI Europe**, le panorama s'est brusquement **assombri pour nos portefeuilles d'actions ISR au cours de l'été**. En effet, les phénomènes déjà vus début 2022 se sont répétés depuis fin juillet : **hausse des taux et des matières premières**, avec pour conséquence une rotation de secteurs et de styles, et notamment **une nette surperformance du secteur de l'énergie, dont les valeurs sont peu ou pas présentes dans les portefeuilles ISR** : depuis la fin juin, le MSCI Europe Energy affiche un rebond massif de +15% alors que l'indice MSCI Europe recule de -2,1%.
- Malgré un rééquilibrage partiel de nos investissements depuis trois ans (notamment en faveur des valeurs bancaires, de la santé et des télécoms), **ce contexte est particulièrement pénalisant pour notre sélection d'actions**, qui accuse dorénavant un net retard sur l'indice en 2023.
- A contrario, **nos poches obligataires ISR ont retrouvé meilleure fortune** par rapport à l'indice 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 en 2023. Partant d'une forte sous-exposition, nous avons commencé à **remonter la sensibilité de nos poches obligataires** depuis le début d'année. En 2022, nous avons également largement protégé les poches actions, via des instruments dérivés utilisés en couverture. **Nous avons maintenu ces positions et sommes ainsi sous-exposés aux actions, de l'ordre de -2% 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 18 octobre 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 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. La société de gestion peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable.

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