

FLASH MENSUEL

Économie & Marchés financiers

Février 2024



POINT
MACROÉCONOMIQUE

ZOOM
SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

PERSPECTIVES
SUR NOS GAMMES

La question de l'inflation reste au cœur des préoccupations des économistes et des banquiers centraux.

Point macro-économique

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

Inflation, Banques Centrales et Industrie

Les économistes indiquent que les causes ayant provoqué l'inflation ont disparu et qu'il devrait y avoir un retour vers une situation plus normale. Les excès de demande, les stocks insuffisants dans les entreprises pour produire ou bien le choc énergétique, tous ces éléments se sont effectivement estompés.

Pour les banquiers centraux, le taux d'inflation est encore perçu comme trop important pour changer l'orientation restrictive des politiques monétaires. Pourtant, les situations ne sont pas comparables du côté des banques centrales.

En Grande Bretagne, l'économie est en récession et l'inflation a rapidement reflué même si elle est encore à 4%. La Banque d'Angleterre doit tout faire pour éviter que la récession ne s'accroisse avec des effets délétères sur l'emploi.

Aux US, l'économie va bien. **La croissance a été robuste en 2023, et même si l'inflation est plus faible, la Federal Reserve, la banque centrale américaine, n'apparaît pas vouloir agir dans l'urgence.** Elle considère, en effet, que la combinaison d'une politique budgétaire très expansionniste du côté de la Maison Blanche et une politique monétaire restrictive a mené à cette situation de croissance robuste et de ralentissement de l'inflation. **Son interrogation porte sur la nécessité d'aller plus vite alors que le pouvoir d'achat des salariés américains s'améliore.** La banque centrale ne veut pas agir dans l'urgence. Elle ne veut pas changer de stratégie tant que la croissance restera solide. Cela peut prendre encore un peu de temps.

En **Europe, la question posée à la BCE est plus complexe.** L'activité a quasiment stagné tout au long de l'année 2023 et l'Allemagne et les Pays-Bas sont en récession. De ce point de vue, la situation est très différente de celles des Américains. **L'inflation a ralenti, mais la banque centrale n'est pas encore certaine de devoir agir vite. La raison est que le taux d'inflation reste accroché à un niveau élevé en raison d'une contribution toujours excessive du prix des services.** Et ces prix de services sont conditionnés par l'allure des taux de salaire. Les négociations sur les taux de salaire se sont calées sur l'évolution passée de l'inflation. Cela a bien fonctionné avec la hausse de l'inflation, cela fonctionne moins bien avec le ralentissement de celle-ci.

La BCE est donc prise entre la nécessité de réduire les taux d'intérêt pour améliorer les conditions financières des ménages et des entreprises, ce que justifierait l'activité économique, **et l'obligation de maintenir des taux d'intérêt élevés pour faire face au risque de persistance d'une inflation trop élevée** et s'inquiète du fort ralentissement de la productivité. En effet, l'activité stagne et l'emploi progresse encore rapidement à la fin 2023. Une telle configuration pénalise la rentabilité des entreprises et pourrait se traduire par un taux d'inflation plus fort. La dynamique des prix peut, en effet, être guidée par un conflit dans la distribution de la valeur. Si la productivité est trop réduite, trop longtemps, les entreprises pourraient avoir la tentation d'augmenter leurs prix.



Les prochaines semaines vont donc être essentielles. **Le ralentissement de l'activité en zone Euro, pourrait inciter les entreprises à embaucher moins.** On constate que l'envie des entreprises d'embaucher après la pandémie s'est estompée depuis l'été 2023. Dès lors, les tensions sur le marché du travail se dissiperaient, limité par les pressions haussières sur les salaires.

Il y a encore **beaucoup d'incertitudes pour la BCE**, mais il serait dommage, en voulant être trop rigoriste, de prendre le risque d'une récession dont les conséquences sont toujours dommageables.

La conjoncture globale est aussi celle du secteur manufacturier. **C'est un pan de l'économie qui a été très bousculé depuis la sortie de la pandémie. Les aléas de la demande et les pénuries de certains produits (semi-conducteurs par exemple) ont bousculé ce secteur important de l'activité.** Mais au-delà des facteurs habituels du cycle, deux éléments nouveaux ont contribué à changer la perception et l'avenir de cette partie de l'économie que les pays industriels avaient tendance à délaïsser.

Pendant la pandémie et durant la crise énergétique, les pays occidentaux ont été pénalisés par un manque d'autonomie dans leur dynamique de production. Faute de semi-conducteurs on ne pouvait plus produire de voiture, puis en raison de la réduction des approvisionnements en gaz de Russie, l'utilisation et la production d'énergie étaient menacés en Europe.

Dès lors, la tentation a été de relocaliser des activités qui avaient été déplacées.

Cette volonté de relocaliser est cohérente avec le souhait de décarboner les économies. Les choix faits aux US et en Europe permettent de gagner en autonomie, mais aussi de caler, pour chaque pays, sa propre économie sur une trajectoire soutenable.

Cependant, l'histoire ne s'arrête pas là. **La délocalisation de l'industrie manufacturière en Asie et notamment en Chine a rendu cette région très puissante et aucun pays, et surtout pas la Chine, ne souhaite abandonner cet avantage.** La Chine qui est le plus gros producteur de biens manufacturés veut encore accentuer son avance. Elle peut le faire, car sa maturité technologique lui permet une plus grande autonomie dans ses innovations. Il y a eu un basculement qui rend ainsi la Chine moins dépendante des US que les US de la Chine sur ce secteur d'activité.

Pourquoi évoquer ce point ? Parce que les objectifs ne sont pas compatibles. Durant la longue période de globalisation intense, l'allocation des ressources a rendu l'Asie très puissante. La volonté des Etats-Unis, de l'Europe, mais aussi de l'Inde de mettre en avant des politiques industrielles agressives se heurte à un risque de surcapacité global. Le consommateur du monde qui achetait des produits asiatiques ne pourra pas acheter ceux d'Asie, des Etats-Unis, d'Europe ou d'ailleurs.

Il va y avoir une incompatibilité qui va provoquer de l'instabilité au cours des prochains mois et des prochaines années, à moins que la volonté industrialiste des pays occidentaux ne s'effrite.



Comment réagissent les marchés financiers et nos fonds ?

par Nuno Teixeira, membre du comité d'allocation d'actifs et responsable de l'équipe Solutions Strategist - Natixis Investment Managers Solutions

« L'environnement de ce début d'année a été marqué par des données d'activité très solides aux Etats-Unis »

La dynamique du marché est toujours **très dépendante des anticipations des investisseurs** quant au début des premières baisses de taux directeurs et de leur ampleur d'ici à la fin de l'année.

À cet égard, l'environnement de ce début d'année a été **marqué par des données d'activité très solides aux Etats-Unis**, avec notamment la publication d'un chiffre de croissance du PIB au 4ème trimestre bien supérieur aux attentes.



Un début d'année marqué par des tendances

Dès le mois de janvier, **les rendements des obligations d'Etat se sont tendus**, tutoyant les 4,2% sur le T-Note 10 ans américain et les 2,3% sur le Bund, **avant de se détendre à la suite des communications des banquiers centraux** de part et d'autre de l'Atlantique. Mais si le 10 ans américain a retrouvé à la fin du mois sensiblement son niveau de fin d'année (à 3,91%), il n'en est pas de même pour le Bund, qui finit le mois à 2,16% en progression de 10 pbs.

S'agissant des émetteurs privés, **les spreads de crédit des obligations spéculatives américaines (high yield) se sont sensiblement écartés** (+21 bps) à la suite des déboires de la banque régionale américaine NYBC ayant annoncé d'importantes pertes liées à des prêts d'immobilier commercial mais les émetteurs « investment grade » n'ont guère été affectés. Quant aux rendements des actifs monétaires en zone euro, ils restent proches des 4% annualisés.

À noter que **les indices Bloomberg Global Aggregate Eur Hedged et Bloomberg Euro Aggregate ont tous deux cédé -0,3%** en euros, une tendance qui s'est prolongée sur la première quinzaine de février, **à la suite de la publication d'un chiffre d'inflation décevant aux Etats-Unis pour le mois de janvier**. L'ESTR Capitalisé, indice de référence du marché monétaire, progresse en revanche de +0,36% sur la période.

Du côté des actions, les investisseurs ont profité du maintien d'une volatilité modérée et d'une saison de publication de résultats plutôt supérieure aux attentes. Le démarrage de l'année a été, à l'image de celui de 2023, très favorable, avec une progression de +2,9% de l'indice MSCI World en euros en janvier. Cette tendance s'est poursuivie et même accentuée sur la première quinzaine de février, avec un indice global en progression de +6,7% en € au 15/02. **Les marchés d'actions américains se sont appréciés sur la seconde partie de janvier, tirés par les grandes capitalisations**, à l'inverse des small caps américaines qui reperdent 4,0% sur le mois.

En dehors des Etats-Unis, le MSCI Europe et le MSCI EMU progressent respectivement de +1,6% et de +2,2% sur le mois de janvier et **on remarquera aussi la poursuite d'une dynamique très positive sur le marché japonais**, dont l'indice Topic se détache de +5,8% en €. En revanche, **le marché chinois fait office de lanterne rouge** et accuse plus de 8,8% de perte en € alors que la crise immobilière et le spectre déflationniste pèsent toujours.

À noter que **les valeurs de croissance ont retrouvé leur leadership** : au 31/01, le MSCI World Growth a gagné +3,8% en € contre seulement 1,9% pour le MSCI World Value. Depuis la fin 2022, l'écart est massif en faveur de la croissance (27,6% au 31/01/24).



Une stratégie d'investissement plus engagée depuis le début février dernier

Les dernières données d'activité et de création d'emplois aux Etats-Unis confirment la **bonne résistance de l'économie américaine et favorisent ainsi un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie mondiale, dont le taux de croissance ne devrait ralentir cette année que modérément**. L'inflation moyenne au niveau mondial est par ailleurs attendue à 2,7% contre 4,4% l'an dernier, ce qui devrait permettre l'assouplissement monétaire tant attendu. Certes, **le combat contre l'inflation n'est pas totalement gagné** et le marché a dû à la fois décaler dans le temps les premières baisses de taux directeurs et en modérer l'ampleur d'ici au 31 décembre. Le consensus s'est rapproché de nos attentes de 3 voire 4 baisses de taux en 2024, débutant en juillet pour la Fed et en septembre pour la BCE.

Les marchés obligataires ont également corrigé leurs excès de complaisance de la fin de l'année 2023. Nous avions anticipé le mois dernier une légère correction technique, susceptible de ramener les 10 ans américain et allemand respectivement à 4,40% et 2,20% et on a finalement touché en janvier respectivement les 4,31% et les 2,39% avant un repli. **L'année 2024 devrait certes se révéler in fine une bonne année obligataire**, soutenue par le portage et dans une moindre mesure par des gains en capital, mais nous préférons ne pas nous précipiter au regard des dernières statistiques et retenons désormais une sensibilité légèrement sous-pondérée dans nos portefeuilles.

Nous pensons que les marchés obligataires devront **attendre un signal plus clair des banquiers centraux avant de retrouver une tendance plus favorable**. Or, les banques centrales n'ont pas forcément intérêt à donner trop tôt des signes de détente, afin de garder des marges de manœuvre pour 2025 et d'éviter des emballements spéculatifs, d'autant que les dernières données d'inflation, de croissance des salaires et d'emploi ne vont pas forcément dans le sens d'une inflexion trop accommodante.

Compte tenu d'une volatilité toujours modérée et d'une **perspective claire de baisse des taux courts et longs d'ici à la fin de l'année, nous avons adopté une position plus offensive et désormais surpondérée sur les marchés d'actions**. Nous accentuons notre **surpondération des marchés américain et japonais** non couverts du risque et une neutralité bienveillante sur l'Europe, avec des **positions tactiques sur l'Espagne et l'Italie**. **Nous conservons un biais favorable aux valeurs de croissance** qui devraient davantage bénéficier de la baisse des taux longs. Nous gardons en revanche une position sous-pondérée sur l'Asie Emergente (du fait de la Chine).

S'agissant des **poches obligataires, nous conservons un biais favorable au crédit** « investment grade » et « cross-over » en privilégiant toujours la partie courte de la courbe. Nous apprécions également la dette émergente en devises dures, couverte du risque de change.



Perspectives sur nos gammes

Gamme Avenir

Bourguignat Benjamin, Philippe Faget et Olivier Tulasne – Gérants Senior

- L'année commence avec la confirmation du **scénario de « soft landing »**. La Réserve fédérale veut maintenir les taux d'intérêts à un niveau élevé. Les responsables ont **exprimé un optimisme croissant quant au succès de la FED à juguler l'inflation**, mais ne s'engagent pas à assouplir immédiatement leur politique monétaire. Ils ont indiqué qu'ils s'attendaient à ce que la banque réduise ses taux d'un quart de point à trois reprises au cours de l'année 2024.
- Les marchés d'actifs risqués (actions), demeurent **portés par les espoirs d'une croissance résiliente, d'une baisse des taux et d'une prolongation d'une dynamique de rentabilité favorable des grands géants de la tech**, grâce aux développements de l'IA générative, ce qui se traduit par une aversion au risque relativement faible. L'exposition des fonds aux actions est restée stable début janvier, avant d'être **renforcée vers la fin de la période, un mouvement poursuivi début février**. La durée des portefeuilles obligataires a été réduite, dans un contexte de vigilance et de craintes de tensions à court terme : réduction des emprunts d'Etat à 10 ans de la zone euro pour mettre en place une diversification sur le crédit.
- S'agissant d'Avenir Obligataire, **le mois de janvier vient corriger les excès du rallye obligataire des deux derniers mois de 2023**. Tant la BCE que la FED, à l'occasion de leurs réunions de politiques monétaires, se sont efforcées de calmer les ardeurs des investisseurs qui ont longtemps espéré un premier mouvement de baisse des taux dès le mois de mars. **Un maintien des taux directeurs aux niveaux actuels a porté ses fruits et les taux à long terme ont remonté légèrement, entraînant les indices obligataires des pays développés en léger repli**, ainsi que celui des obligations émergentes (-1,2%). L'indice des obligations à haut rendement progresse en revanche de +0,7%. Le principal arbitrage du mois a porté sur une vente de 1% sur les obligations internationales et un renforcement sur les obligations d'entreprises.
- A noter que, Avenir Actions Long Terme ayant une allocation semblable à celle de Avenir Actions Monde dispose d'un côté **d'actifs privés dont les montant totaux engagés en capital investissement sont désormais de 18.2% de l'actif**. (Répartis sur Naxicap NIO III, Seventure DOF II, Mirova MEAC, France Sélection V pour un volume total de 12,8 millions d'euros.)

Impact ISR et Cap ISR

Nicolas Bozetto – Gérant senior

- Comme cela a pu se vérifier ces derniers mois encore, **nos portefeuilles actions ISR sont assez naturellement sensibles aux mouvements de taux d'intérêt** : si les tensions sur les marchés obligataires ont nettement pénalisé nos choix de gestion entre août et octobre 2023, **la forte détente constatée sur les deux derniers mois de 2023 a permis à notre sélection de nettement surperformer le marché sur la période**.
- **En ce début d'année 2024, le contexte est redevenu un peu plus incertain sur les marchés de taux** et notre portefeuille d'actions européennes a finalement affiché une performance étale sur le mois de janvier, en retrait par rapport à l'indice MSCI Europe.
- Sur les poches obligataires, le rallye de fin d'année a également été très porteur pour nos positions, aussi bien en absolu qu'en relatif au marché. Passée cette phase d'euphorie, ce début d'année a globalement été en ligne avec l'indice Bloomberg Euro Aggregate et proche de l'équilibre. **Nos portefeuilles obligataires demeurent largement investis sur des dettes d'entreprises, sélectionnées pour leur bonne notation financière et extra-financière**. La durée des émissions détenues est de sept ans en moyenne.
- Pour rappel, **le principal mouvement d'allocation en 2023 a consisté à progressivement remonter la sensibilité de nos poches obligataires** en partant d'une forte sous-exposition, maintenue tout au long de l'année précédente. En 2022, nous avons également largement protégé les poches actions, via des instruments dérivés utilisés en couverture. Nous avons réduit ces positions et **affichons désormais une légère surexposition aux actions**, de l'ordre de +1% par rapport aux indices de référence.

Ceci est une communication publicitaire. Veuillez-vous référer au règlement du fonds et au document d'informations clés avant de prendre toute décision finale d'investissement.





**Pour consulter les performances des fonds,
consultez le [site de Natixis Interépargne](#).**

Ce document à caractère promotionnel, achevé de rédiger le 21 février 2024, 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