

LE MENSUEL

MAI 2023 - N°27

ecofi Actifs pour le futur

REBOND, RÉSILIENCE ET DIVERGENCE

Le stress financier découlant des tumultes du secteur bancaire s'est apaisé tout au long du mois d'avril et ce, en dépit de la reprise de la First Republic Bank par JPMorgan en toute fin de mois. Dans les faits, les investisseurs restent cependant suspendus aux conséquences concrètes de ces événements. En attendant, la période a été fertile en statistiques économiques à décrypter. Les résultats d'entreprises trimestriels ont également animé les participants de marché, dont l'appétit pour les actifs risqués s'est montré relativement raisonnable.

Concernant l'inflation, peu de changements notables sont à signaler. Les indices de prix totaux continuent de régresser, sous l'impulsion de la baisse des prix de l'énergie, que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis. S'agissant des pressions sous-jacentes (hors énergie et alimentation), le pic pour la zone Euro se fait encore attendre, tandis qu'une franche différence d'allure se manifeste outre-Atlantique. Tous les voyants ne sont pas au vert pour autant, puisque la mesure d'inflation préférée de la Banque centrale américaine (le core PCE) est restée inchangée à +4,6% sur les 12 derniers mois en mars, au-delà donc de sa cible de 2%. D'autre part, la progression de l'indice du coût de l'emploi sur le 1er trimestre a montré que la tension salariale ne s'était pas tarie, contrairement à ce que suggérerait plus tôt d'autres mesures comme le salaire horaire moyen. Nous maintenons ainsi nos prévisions d'une inflation cœur américaine à ~3,5%/4% d'ici fin 2023, et aux alentours de 4% pour celle du vieux continent, accompagnée désormais d'un risque à la hausse.

Avec une progression de 2,2% sur le 1er trimestre 2023, soit 4,5% sur un an, la croissance chinoise s'est avérée plus forte qu'anticipé par le consensus. Si cette reprise paraît vigoureuse, elle s'est toutefois principalement concentrée sur les secteurs liés à la levée des confinements, avec une contribution de la consommation au PIB inédite par son ampleur. Avant de confirmer cette tendance, plusieurs éléments sont à surveiller : (i) la dynamique de l'activité manufacturière, montrant à nouveau des signes de faiblesse, (ii) la composition de la demande une fois le « choc » de réouverture passé, (iii) le secteur immobilier, qui souffre encore, et dont il ne faut pas sous-estimer l'effet richesse

Veuillez vous référer aux informations p5

négalif induit pour les ménages, (iv) l'accommodation monétaire de la Banque populaire de Chine, qui reste timide.

“ A LA LUMIÈRE D'INDICATEURS AVANCÉS ET COÏNCIDENTS, NOUS MAINTENONS NOTRE PRÉVISION D'UNE DIVERGENCE TRANSATLANTIQUE EN 2023, SOIT UNE RÉCESSION EN ZONE EURO ET UNE RÉSILIENCE AUX ETATS-UNIS. ”

Concernant les pays développés, les Etats-Unis et la zone Euro ont également publié leurs chiffres de croissance. Il en ressort que la consommation des ménages américains accélère à un rythme soutenu, bien plus encore que celui des derniers trimestres, tandis que la zone Euro tâtonne et fléchit sous le poids de l'inflation qui corrode le pouvoir d'achat des ménages. A la lumière d'indicateurs avancés et coïncidents, nous maintenons notre prévision d'une divergence transatlantique en 2023, soit une récession en zone Euro et une résilience aux Etats-Unis.

L'apaisement du stress bancaire éloigne les risques dans l'immédiat, mais les conséquences se percevront au fur et à mesure de l'accumulation des données. Seront ainsi à surveiller les enquêtes sur les conditions de crédit en zone Euro et aux Etats-Unis pour le 1er trimestre 2023, qui n'intégreront que partiellement les événements du mois de mars. Ces dernières s'étant déjà comprimées, il est probable que cette tendance s'accroisse, ajoutant l'équivalent d'un resserrement monétaire implicite de ~0,25%/0,50%. Dans l'intervalle, les grandes banques centrales devraient maintenir la pression, en raison de la persistance de l'inflation. Nous nous attendons toujours à un taux terminal de ~5,25% - 5,50% pour la Fed et de ~3,50% - 3,75% pour le taux de facilité de dépôt de la BCE. Nous n'anticipons en outre aucune baisse de taux en 2023.

Les marchés actions se sont enquis de la bonne tenue des premiers résultats d'entreprises trimestriels. La zone Euro affiche toujours une nette surperformance vis-à-vis des actions américaines en 2023 : 13,9% vs 6,0% (en €). Les taux souverains sont restés quasi inchangés sur la période, à 3,5% pour le 10 ans américain et 2,3% pour son homologue allemand. En mai, les banques centrales seront scrutées, tandis que la question du plafond de la dette américaine sera de plus en plus prégnante...



Florent WABONT
Economiste

QUOI DE NEUF ?

ECOFI AGIR POUR LE CLIMAT AU SOMMET

Ecofi Agir pour le Climat, seul fonds à avoir le triple label français GreenFin (vert), ISR et Finansol (solidaire), a obtenu le Refinitive Lipper Funds Awards 2023 dans la catégorie Multi-actifs Europe, sur 5 et 10 ans. Il avait déjà obtenu ce prix sur 3 et 5 ans en 2022 et 2021 !

Ecofi Agir pour le Climat est un fonds multi-actifs qui agit pour la transition écologique et énergétique.

Vous ne le connaissez pas encore ? C'est le moment de [re]faire connaissance ➡

Les références à un label ou une récompense ne préjugent pas des résultats futurs du fonds ou du gestionnaire.

CHIFFRE DU MOIS

1,1%

C'est la croissance du PIB aux Etats-Unis au 1er trimestre 2023 (en rythme annualisé, au 30 avril 2022).

AGENDA

Mai

	ÉTATS-UNIS	ZONE EURO	CHINE	JAPON
RÉUNIONS ÉCONOMIQUES				
Banques centrales	03	04	22	
INDICATEURS				
Inflation	10	17	11	19
Production industrielle	16	15	16	17
Indices PMI	23	02		23
Moral des ménages	12	22		
Moral des entreprises		30	05	23
Optimisme des PME	09			
Ventes au détail	16	05	16	31
Emploi	05	03	16	30
Réserves de change			07	
Solde commercial/courant	26	16	09	18
PIB	25	16		17

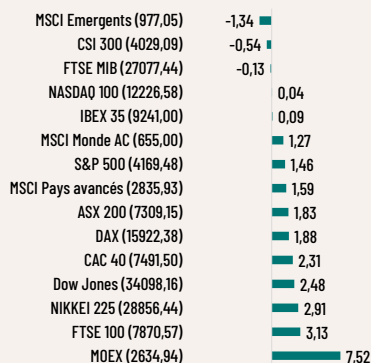
LE TOUR D'HORIZON DES CLASSES D'ACTIFS



LA MICRO REPREND LA MAIN

C'est reparti pour un tour !

Variation mensuelle des indices boursiers (devises locales en %)



Sources : Bloomberg, Ecofi

INDICES

	△ mois
EuroStoxx	1,44% ↑
S&P 500 (\$)	1,53% ↑
Topix (Yen)	2,70% ↑

Valeurs de croissance

(MSCI World Growth) \$ 1,60% ↑

Valeurs "value"

(MSCI World Value) \$ 1,91% ↑

SECTEURS PHARES

	△ mois (en %)	
	Zone Euro	États-Unis (\$)
Immobilier	6,75 ↑	0,80 ↑
Santé	4,75 ↑	2,77 ↑
Energie	4,64 ↑	2,89 ↑
Services aux collectivités	3,33 ↑	1,74 ↑
Conso. non cyclique	3,28 ↑	3,61 ↑
Finance	2,64 ↑	2,45 ↑
Communication	2,28 ↑	3,09 ↑
Industrie	1,13 ↑	-0,97 ↓
Conso cyclique	0,82 ↑	-0,95 ↓
Produits de base	-1,06 ↓	-0,50 ↓
Technologie	-4,53 ↓	0,17 →

TENDANCE

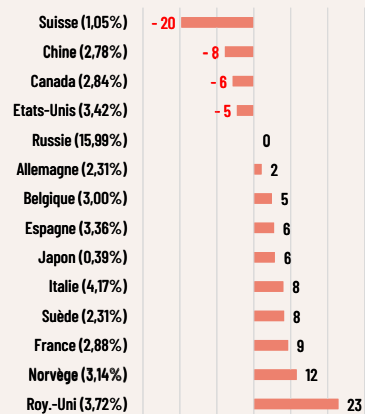
Le début de la saison de publication des résultats du 1er trimestre 2023 a été le véritable catalyseur en l'absence de grandes surprises sur les données macroéconomiques. La relative stabilité des indices sur le mois masque de véritables divergences issues des résultats : à fin avril seules 54% des entreprises du S&P ayant publié avaient battu le consensus.



RETOUR AUX FONDAMENTAUX

En attendant les banques centrales...

Variation mensuelle des rendements d'emprunts souverains à 10 ans (en pbs)



Sources : Bloomberg, Ecofi

TAUX 10 ANS

	△ mois	Niveau
Etats-Unis	-5 ↓	3,42%
Allemagne	2 ↓	2,31%
France	9 ↓	2,89%
Italie	8 ↓	4,18%
Espagne	6 ↓	3,36%

CRÉDIT

Les performances ont été positives du fait de la compression des marges de crédit sur les obligations de qualité investissement et du portage initial pour les obligations de qualité spéculative.

Les difficultés de First Republic Bank ont alimenté un retour du stress sur le secteur financier en fin de mois. Il faudra surveiller l'ampleur du durcissement des conditions financières à venir car celui-ci risque de peser sur les entreprises les moins solides.

CONVERTIBLES

	△ MOIS	△ YTD
Zone Euro	0,52%	4,26%

Le marché a progressé de 0,52% sur le mois, en ligne avec les facteurs de performance (taux, action, crédit).

Le marché primaire a connu deux émissions : Nordex 4,25% 2030 et Voestalpine 2,75% 2028.

Le marché secondaire reste focalisé sur les titres offrant des rendements sur des échéances courtes, les titres décotés restant peu demandés.

DEVISES

	△ mois	△ YTD
Euro/Dollar	1,66% ↑	2,93%
Euro/Yen	4,15% ↑	6,88%
Euro/Livre sterling	-0,26% →	-0,97%

TENDANCE

Après le stress bancaire de mars, les marchés reprennent leurs esprits. Les anticipations de remontée de taux directeurs se reforment. Aux États-Unis, une dernière hausse de 25 points de base (pbs) est anticipée en mai tandis qu'en zone Euro, les intervenants hésitent entre +25 et +50 pbs et tablent sur un total de 75 pbs de remontée d'ici l'été. La stabilisation de l'inflation cœur sur de hauts niveaux et quelques indicateurs économiques mieux orientés que prévu suscitent l'inquiétude de certains membres de la BCE. Cependant, les taux à moyen et long terme ne connaissent que de faibles variations. Les emprunts d'Etat US ont surperformé leurs homologues allemands.

PERSPECTIVES

ACTIONS

▶ Actions Europe



▶ Actions États-Unis



▶ Actions Japon



La divergence de cycle entre les États-Unis et la zone Euro ne s'est toujours pas reflétée au niveau des indices actions. La composante dite "value" au sein des indices européens explique probablement en partie cet écart. La prudence doit néanmoins être maintenue, la bonne tenue des indices de la zone Euro, revenus sur les plus hauts de début 2022, peut être perçue comme atypique en raison de la fois de la crise énergétique subie, des taux d'intérêt à 10 ans ayant plus que doublé sur un an et de l'euro qui s'est nettement apprécié par rapport aux principales devises (dollar, yen, livre sterling).

OBLIGATIONS

▶ Obligations corporate



▶ Obligations d'Etat (Allemagne)



▶ Titres indexés sur l'inflation



A horizon 6 mois, nous anticipons, au total, une remontée des taux directeurs euro de 50 points de base puis une longue phase de stabilité avant qu'une baisse ne soit enclenchée à partir de l'été 2024 seulement. Ainsi, le taux à 2 ans allemand baisserait légèrement par rapport aux niveaux actuels tandis que le taux à 10 ans se stabiliserait sur les niveaux actuels. Nous attendons une légère sous-performance des emprunts d'Etat italiens.

DEVISES CONTRE EURO

▶ Dollar



▶ Livre sterling



▶ Yen



L'euro devrait rester fort contre dollar. La BCE apparaît en effet plus agressive du fait d'une inflation cœur qui n'a toujours pas atteint son pic d'une part, et d'une moindre fragilité du secteur bancaire d'autre part. Toutefois, la réduction des anticipations de baisse des taux de la part de la Fed en 2023 devrait freiner la baisse du dollar. Le yen devrait s'apprécier compte tenu du moindre différentiel de taux anticipé avec les autres zones : stabilité des taux japonais par rapport aux anticipations de baisse des taux aux États-Unis puis dans la zone Euro. La livre sterling resterait fragile (forte inflation).