



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

30 janvier 2023

Scénario de référence

L'inflation a encore reculé aux États-Unis en décembre, conformément aux prévisions. La Fed entend poursuivre le resserrement de sa politique monétaire, mais elle devrait ralentir le rythme des hausses de taux.

D'après les indications fournies par les contrats à terme sur les Fed Funds, les taux devraient être relevés de 25 points de base lors des réunions de février et mars, puis baisser à partir de l'automne.

L'inflation a baissé plus fortement que prévu dans la zone euro, après avoir atteint son point culminant en octobre, mais elle demeure plus élevée qu'outre-Atlantique. Toutefois, l'inflation sous-jacente reste orientée à la hausse.

En février, la BCE devrait relever ses taux plus fortement que la Fed (50 pb contre 25 pb), mais le marché monétaire reflète implicitement la fin des politiques restrictives au printemps, compte tenu de la baisse des anticipations d'inflation.

Les statistiques macroéconomiques accréditent l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie aux États-Unis et dans la zone euro, plutôt que le scénario d'un ralentissement brutal. En effet, le marché du travail américain demeure solide et les indices de confiance dans la zone euro se redressent à la faveur de la baisse du prix du gaz.

La reprise de l'activité se confirme en Chine où le pic des contaminations qui a suivi l'abandon de la politique zéro-Covid semble passé.

ME

Macro-économie

- Le recul de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro se confirme. L'économie mondiale ralentit mais elle semble pour l'instant résister au resserrement des politiques monétaires.
- Les contrats à terme sur le marché monétaire anticipent de nouvelles hausses des taux de la Fed et de la BCE au premier trimestre, mais les politiques restrictives devraient ensuite prendre fin.

AA

Allocation d'actifs

- Le reflux de l'inflation et le ralentissement macroéconomique sont favorables pour les principaux marchés obligataires.
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes mais pourraient se montrer volatils dans les mois à venir en attendant d'en savoir plus sur l'ampleur du ralentissement.

T

Produits de taux

- Maintien de la surpondération des emprunts d'État américains et allemands, qui pourraient profiter à la fois du reflux de l'inflation et du ralentissement cyclique.
- Sur les marchés du crédit, nous continuons de privilégier les obligations *Investment Grade* et des marchés émergents. En revanche, le contexte semble encore incertain pour la dette *High Yield*. Position neutre sur les obligations souveraines italiennes.

A

Actions

- Les valorisations des marchés actions sont tombées à des niveaux historiquement intéressants et un ralentissement modéré de l'économie constituerait un facteur de soutien,
- mais on ne peut exclure l'hypothèse d'un atterrissage brutal, synonyme de forte volatilité des marchés boursiers.

D

Devises

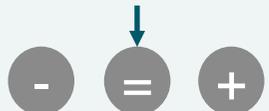
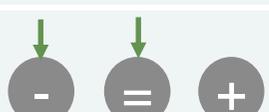
- Le repli du dollar pourrait se poursuivre compte tenu du fléchissement de l'inflation (ce qui modère la recherche de monnaies refuges) et, vis-à-vis de l'euro, de la politique plus agressive de la BCE par rapport à la Fed.

Stratégie d'investissement

Le scénario de référence prévoit un nouveau ralentissement de l'inflation et accorde une attention accrue au ralentissement de l'activité économique. La solidité actuelle des données macroéconomiques permettra aux banques centrales de poursuivre le tour de vis monétaire au premier trimestre, mais la Fed devrait ralentir le rythme. Dans cette optique, nous conservons une opinion positive sur la duration et les actions et sous-pondérons le dollar. Notre opinion reste neutre sur les spreads dans la zone euro et sur le crédit.

CLASSE D'ACTIFS

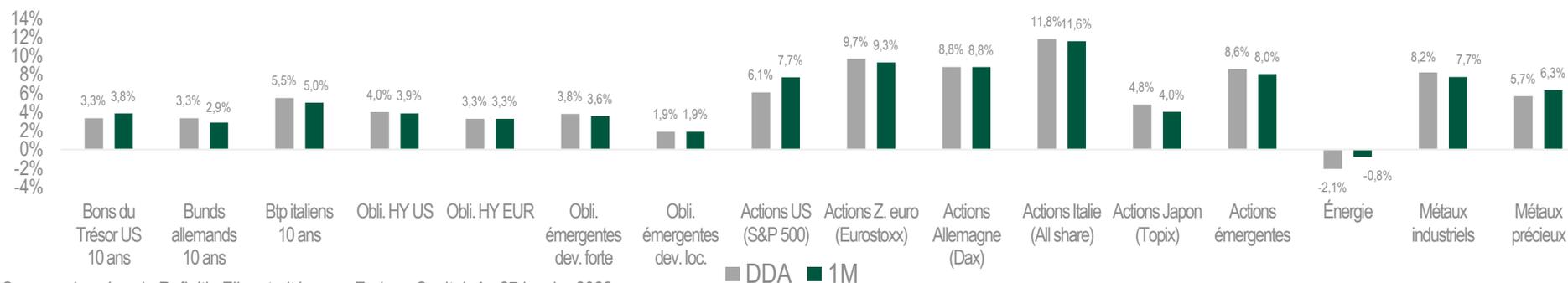
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+) POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</p>	<p>Opinion positive sur la duration aux États-Unis et en Allemagne. Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État américains et allemands.</p>
<p>PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit</p>	 <p>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro. Nous conservons une opinion neutre à l'égard des titres des pays périphériques de la zone euro.</p>
<p>PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit</p>	 <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les obligations à spread. Nous maintenons notre opinion neutre à l'égard des marchés à <i>spread</i>. Notre ordre de préférence est le suivant : (1) <i>Investment Grade</i> et marchés émergents, (2) <i>High Yield</i>.</p>
<p>ACTIONS</p>	 <p>POSITIVE (+)</p>	<p>Opinion positive sur les actions. Nous restons optimistes à l'égard des actions. En termes géographiques, nous maintenons l'ordre de préférence suivant : (1) marchés émergents, (2) États-Unis, Europe, Pacifique hors Japon, (3) Japon.</p>
<p>DEVICES</p>	 <p>NÉGATIVE SUR LE DOLLAR (-) NEUTRE SUR LES AUTRES DEVICES (=)</p>	<p>Sous-pondération du dollar et opinion neutre à l'égard des autres devises. Nous maintenons la sous-pondération du dollar par rapport à l'euro, compte tenu du ralentissement de la hausse des taux de la Fed. Notre opinion reste neutre à l'égard des autres devises.</p>

Comparaison des classes d'actifs

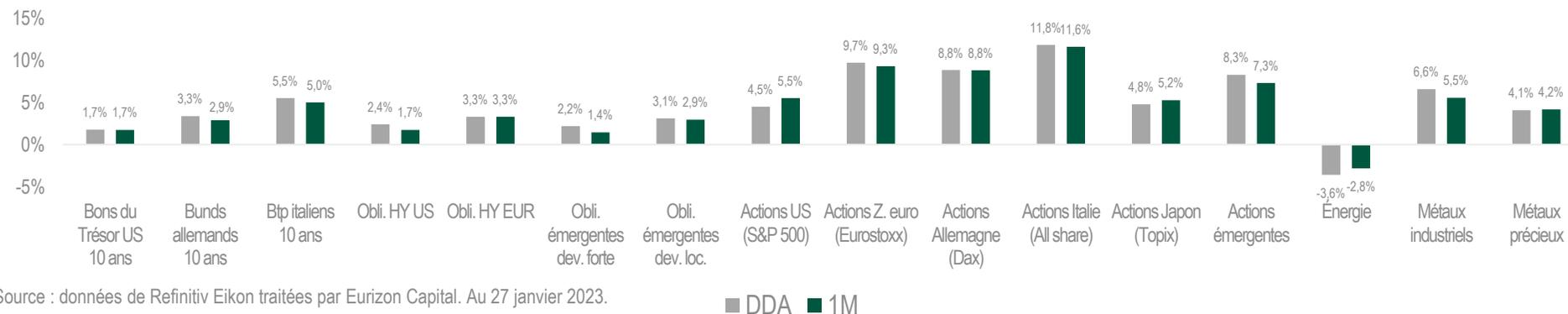
À l'inverse de 2022, les marchés financiers ont bien débuté 2023. Les taux obligataires ont baissé sur toutes les échéances avec une inversion des courbes aux États-Unis et dans la zone euro. Les spreads des pays périphériques de la zone euro se sont resserrés (180 points de base pour l'Italie), de même que ceux des obligations d'entreprises et des marchés émergents. Les marchés actions se sont redressés, les bourses de la zone euro et des pays émergents affichant les meilleures performances. Le dollar américain a reculé s'échangeant à près de 1,09 contre l'euro.

Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 janvier 2023.

Comparaison des marchés en euros



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 janvier 2023.

Le thème du mois

Le reflux de l'inflation se confirme

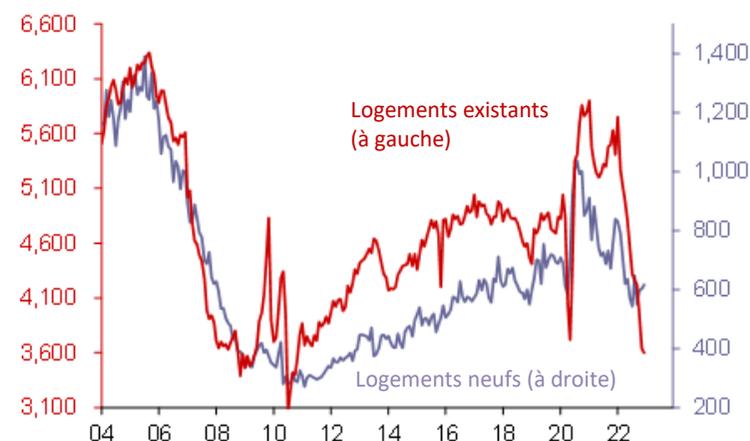
- Le ralentissement de l'inflation s'est confirmé en décembre, en Europe comme aux États-Unis. La résorption progressive des excès post-Covid et les politiques monétaires restrictives décidées en 2022 commencent à porter leurs fruits.
- Aux États-Unis, la baisse de l'inflation devrait se poursuivre au cours des prochains mois, à mesure que l'impact du resserrement monétaire dégonflera la composante des dépenses de logement, en particulier les loyers dont le poids dans l'indice des prix américain est important.
- Il convient à cet égard de noter le **net ralentissement du secteur immobilier**. L'indice mesurant les mises en chantier de logements a régulièrement baissé en 2022. Les ventes de maisons existantes sont revenues à leur niveau de 2010 et le prix de vente des logements a commencé à baisser, bien que lentement.
- Dans les mois à venir, **une nouvelle baisse du prix de vente des logements devrait également atténuer la pression sur les loyers**, consolidant ainsi la baisse de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation).

Inflation aux États-Unis et dans la zone



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Ventes de maisons individuelles aux États-Unis (en milliers)

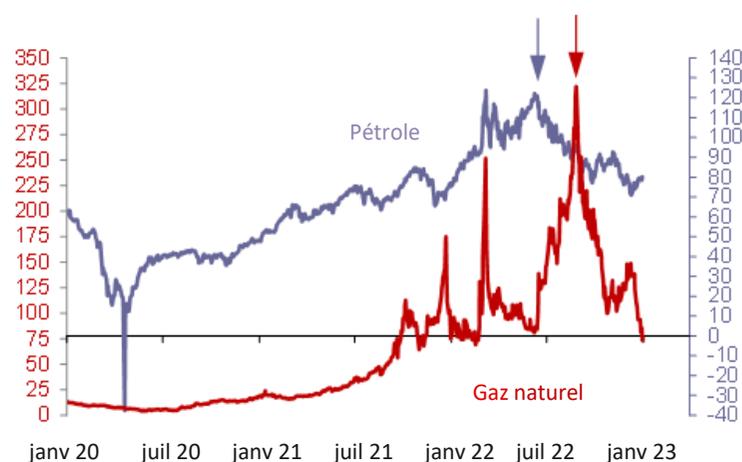


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

- Il est désormais essentiel que les composantes sous-jacentes de l'inflation diminuent pour consolider le processus de désinflation, car l'impact des autres composantes se tarit.
- On peut en effet noter que les goulets d'étranglement engendrés par le redémarrage de l'activité post-Covid sont en grande partie résorbés. Ainsi, les prix du transport international sont revenus à leurs niveaux de 2019.
- L'impact désinflationniste de la baisse des prix des matières premières tend également à disparaître, si l'on observe que les prix des métaux industriels ont cessé de baisser, tout comme le cours du pétrole.
- Cependant, le cycle de l'inflation accuse un retard dans la zone euro. L'impact de la baisse du prix du gaz naturel s'y manifeste depuis peu, ayant atteint son plus haut niveau à la fin août. Le retour récent du prix du gaz en dessous des niveaux qui prévalaient avant la-guerre entre la Russie et l'Ukraine se répercutera sur les chiffres de l'inflation des prochains mois.
- Dans la zone euro, cependant, il conviendra, en particulier pour la BCE, de détecter les signes de ralentissement de l'inflation sous-jacente qui, jusqu'à présent, est encore tirée à la hausse par les effets différés de la flambée des prix des mois précédents.

Prix du pétrole et du gaz naturel



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Inflation des prix à la consommation dans la zone euro (variation annuelle)

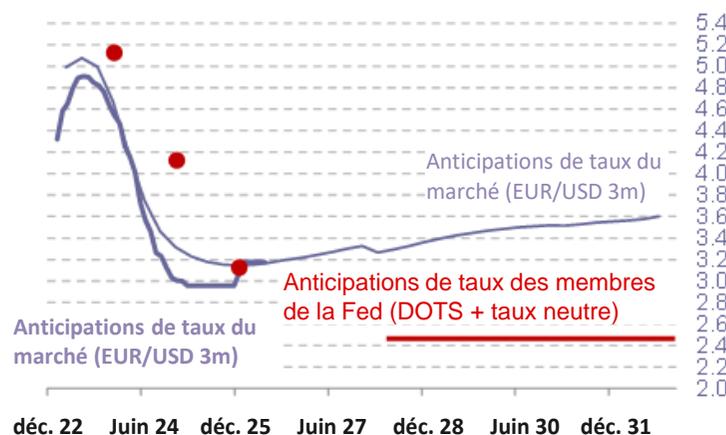


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

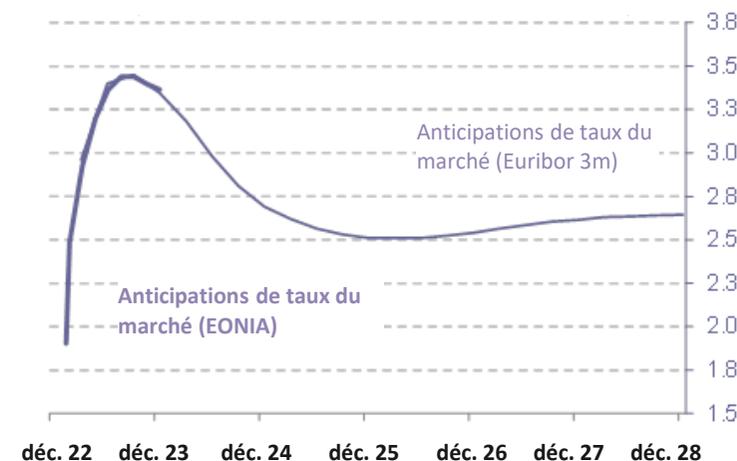
- Le durcissement de la politique monétaire tire à sa fin avec le tassement de l'inflation.
- La Fed entend poursuivre le resserrement de sa politique monétaire en février et mars afin de consolider la baisse de l'inflation, mais elle devrait ralentir le rythme des hausses de taux. La réunion du FOMC du 1^{er} février devrait donner lieu à un relèvement de 25 points de base, qui sera probablement réitéré en mars. À ce stade, les taux des *Fed Funds* oscilleront dans une fourchette de 4,75 % à 5,0 % et la Fed devrait mettre fin au resserrement monétaire afin de jauger la vigueur de l'activité économique.
- La BCE, qui a également ralenti le rythme de ses hausses de taux à 50 points de base, est restée très ferme quant à ses intentions futures. Malgré cette fermeté rhétorique affichée, les anticipations implicites sur le marché monétaire prévoient que la BCE mettra fin à sa politique restrictive au printemps, après avoir relevé ses taux de 75 à 100 points de base entre février et mars.
- Les investisseurs ne croient pas que la BCE divergera durablement de la Fed pour au moins deux raisons : premièrement, il semble que la décrue de l'inflation se poursuivra au cours des prochains mois, comme le laisse présager l'effondrement du prix du gaz naturel. Deuxièmement, le relèvement des taux opéré par la BCE a raffermi l'euro et pourrait continuer à le soutenir. Un euro fort limite l'inflation importée et ralentit l'activité économique, freinant ainsi les exportations.

Futures sur les Fed Funds et sur l'EUR/USD à 3 mois



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Contrat forward sur l'EONIA et future sur le taux en EUR à 3 mois

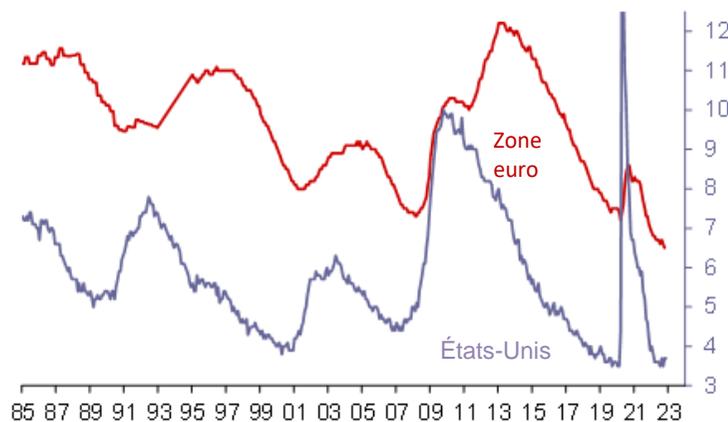


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

- À mesure que l'inflation recule, l'attention se concentrera de plus en plus sur la solidité de la croissance économique.
- Les données publiées le mois dernier ont étayé l'hypothèse d'un ralentissement contrôlé (atterrissage en douceur) plutôt que le scénario d'un brusque ralentissement (atterrissage brutal). Les signes continus de la vigueur du marché du travail sont à cet égard particulièrement significatifs, avec un taux de chômage à son plus bas niveau aux États-Unis comme dans la zone euro.
- Les chiffres de l'emploi sont d'ailleurs ceux qui seront le plus attentivement scrutés en vue d'évaluer l'ampleur du ralentissement économique.
- Comme d'habitude, les statistiques américaines donneront le la. Le redémarrage de l'activité post-Covid a entraîné une forte surchauffe du marché de l'emploi aux États-Unis, à tel point que la demande de main d'œuvre des entreprises excède largement le nombre de travailleurs disponibles.
- Le ralentissement économique imposé par la Fed à travers le resserrement de sa politique monétaire vise en premier lieu à corriger cet excès, en réduisant la demande de main d'œuvre des entreprises. Un ralentissement modéré suppose un ajustement contrôlé du marché du travail. Un brusque ralentissement sur le front de l'emploi serait en revanche synonyme d'atterrissage brutal de l'activité économique.
- Ce sera la principale dynamique à surveiller dans les mois à venir.

Taux de chômage



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

États-Unis: demande et offre de main d'œuvre



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.



DOCUMENT RÉSERVÉ EXCLUSIVEMENT AUX DISTRIBUTEURS ET AUX CLIENTS PROFESSIONNELS ET/OU INVESTISSEURS QUALIFIÉS. DISTRIBUTION AU PUBLIC INTERDITE.

Cette publication n'est pas destinée au public. Elle est adressée à titre d'information aux distributeurs et aux clients professionnels et/ou qualifiés de la société de gestion Eurizon Capital SGR, laquelle décline toute responsabilité quant à l'usage personnel ou professionnel qui peut être fait des informations qu'elle contient. Le document dans son ensemble, les différentes parties, les informations et données qui y figurent ne constituent pas une sollicitation ni une recommandation en vue de conclure des transactions sur des instruments financiers ou de souscrire des fonds et ne peuvent être remis ou communiqués aux investisseurs, pour lesquels les rapports annuels et semestriels des fonds ainsi que des publications spécifiques sont disponibles à des fins d'information. Le seul document ayant pour objet l'offre de fonds est le DICI (Document d'information clé pour l'investisseur) qui doit être remis aux investisseurs avant l'adhésion. Veuillez noter que la diffusion de nouvelles, de données et d'indicateurs de performance concernant les fonds est soumise à des dispositions réglementaires spécifiques. Le contenu du document fournit des données ponctuelles, établies et traitées en date de publication.

Des informations supplémentaires concernant l'évolution des marchés financiers sont disponibles sous forme de vidéos sur le site www.eurizoncapital.com

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Siège social : Piazzetta Giordano dell'Amore, 3 - 20121 Milan - Italie

Capital social de 99 000 000,00 euros entièrement libéré - Code fiscal et numéro d'inscription au Registre des Entreprises de Milan 04550250015 - Société faisant partie du groupe TVA « Intesa Sanpaolo », numéro de T.V.A. 11991500015 (IT11991500015) - Inscrite au Registre des SGR (Sociétés de gestion d'actifs) sous le numéro 3 dans la Section des Gestionnaires d'OPCVM et sous le numéro 2 dans la Section des Gestionnaires de FIA - Société soumise à l'activité de direction et de coordination de la part d'Intesa Sanpaolo S.p.A. et appartenant au Groupe Bancaire Intesa Sanpaolo, inscrit au Registre des Groupes Bancaires. Associé Unique : Intesa Sanpaolo S.p.A. - Membre du Fonds National de Garantie