



# The Globe

---

La stratégie d'investissement  
d'Eurizon

30 novembre 2022

# Scénario de référence

L'inflation moindre que prévu au début de novembre et les indications selon lesquelles la Fed envisagerait de ralentir le rythme des hausses de taux ont soutenu les marchés le mois dernier.

Les contrats à terme sur les Fed Funds anticipent un relèvement de 50 points de base lors de la réunion de décembre, suivi de deux hausses de 25 points de base à l'issue des premières réunions de 2023. **À partir de mars, la Fed mettrait fin au resserrement de sa politique monétaire, puis abaisserait les taux à partir de l'automne afin de limiter le ralentissement de l'économie.**

Les hypothèses sont similaires pour la BCE : une augmentation de 100 points de base d'ici le printemps, puis une stabilisation des taux à 3 %.

Ces hypothèses sous-tendent la fin de la flambée des prix et un ralentissement modéré, ou une mini-récession, de l'économie mondiale. Ce serait le scénario le plus favorable pour les marchés financiers, mais il devra être confirmé par les statistiques de prix et d'activité économique.

Dans la zone euro, l'inflation est encore ressortie en hausse, mais le pic ne devrait pas être loin, suivant l'évolution aux États-Unis avec un décalage de quelques mois. Lors de la réunion du G20, les États-Unis et la Chine ont accentué les pressions sur la Russie et l'Ukraine afin de reprendre le dialogue, une évolution qui, si elle se confirme, soutiendra l'euro et les marchés européens en général.

ME

## Macro-économie

- L'inflation recule peu à peu aux États-Unis et reste élevée dans la zone euro, mais elle ne devrait pas tarder à atteindre un pic. L'économie mondiale ralentit mais résiste à la remontée des taux d'intérêt jusqu'à présent.
- Les contrats à terme sur le marché monétaire anticipent la fin du relèvement des taux directeurs au début de 2023, à 5 % pour la Fed et 3 % pour la BCE (soit une progression de 100 points de base par rapport aux niveaux actuels dans les deux cas).

AA

## Allocation d'actifs

- Le reflux de l'inflation et le ralentissement de l'activité économique peuvent permettre une stabilisation des taux à moyen et long terme.
- Nous maintenons la surpondération des emprunts d'État américains et allemands ainsi que le positionnement neutre sur les spreads, le crédit et les actions.

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 privilégions les obligations de qualité *Investment Grade*. En revanche, le contexte semble encore incertain pour la dette *High Yield* et émergente. Positionnement 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. Néanmoins, on ne peut exclure la possibilité d'un atterrissage brutal, synonyme de forte volatilité des marchés boursiers.

D

## Devises


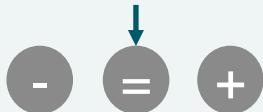
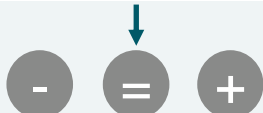
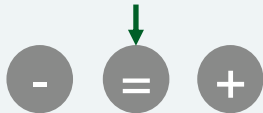
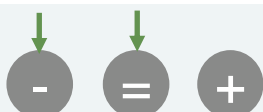
- Une éventuelle atténuation des pressions inflationnistes peut affaiblir le dollar, qui a fait office de valeur refuge durant la hausse des taux d'intérêt à travers le monde. Le redressement de l'euro dépend également d'une évolution positive sur le front de la guerre en Ukraine.

# Stratégie d'investissement

Le scénario de référence prévoit le reflux progressif de l'inflation coïncidant avec le ralentissement macroéconomique. Les Banques Centrales devraient ralentir le resserrement de leur politique monétaire pour mettre fin au relèvement des taux au début de 2023. Dans ce contexte, les taux à moyen et long terme devraient se stabiliser, voire baisser. Le recul du pessimisme peut soutenir les actions dans l'immédiat, mais leur rebond dépendra par la suite de la robustesse du cycle économique.

## CLASSE D'ACTIFS

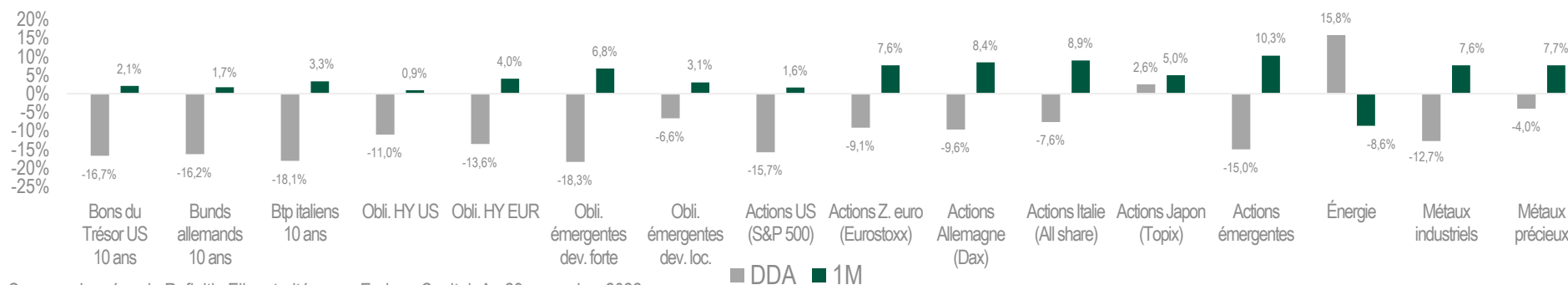
## OPINION

<b>PRODUITS DE TAUX</b> Emprunts d'État internationaux	 <b>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+)</b> <b>POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</b>	<b>Opinion positive sur la durée aux États-Unis et en Allemagne.</b> Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État américains et allemands.
	 <b>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</b>	<b>Opinion neutre sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.</b> Nous conservons une opinion neutre à l'égard des titres des pays périphériques de la zone euro.
<b>PRODUITS DE TAUX</b> Spreads de crédit	 <b>NEUTRE (=)</b>	<b>Opinion neutre sur les obligations à spread.</b> 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> , (2) marchés émergents, (3) <i>High Yield</i> .
<b>ACTIONS</b>	 <b>NEUTRE (=)</b>	<b>Opinion neutre sur les actions.</b> Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions, en attendant de pouvoir juger si l'inflexion de l'inflation est bien réelle et d'avoir d'avantage d'indications sur la résilience de la croissance économique. En termes géographiques, nous avons renforcé notre exposition à l'Europe. Notre ordre de préférence est désormais : (1) Europe, (2) États-Unis, Japon, pays émergents, (3) Pacifique hors Japon.
<b>DEVICES</b>	 <b>NÉGATIVE SUR LE DOLLAR (=)</b> <b>NEUTRE SUR LES AUTRES DEVICES (=)</b>	<b>Sous-pondération du dollar et opinion neutre à l'égard des autres devises.</b> Nous sous-pondérons le dollar, compte tenu du ralentissement probable de la hausse des taux de la Fed. Notre opinion reste neutre à l'égard des autres devises.

# Comparaison des classes d'actifs

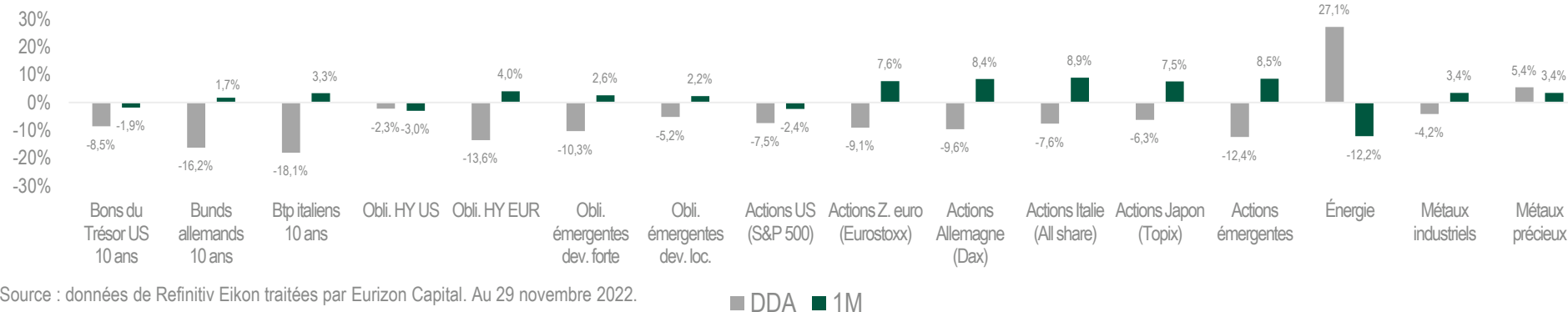
Les taux courts sont restés stables sur le mois, tandis que ceux des échéances intermédiaires et éloignées ont baissé. Inversion des courbes des emprunts d'État *core* : le rendement des bons du trésor américain à 2 ans s'établit à 4,5 % et celui à 10 ans à 3,7 %. S'agissant des Bunds allemands, les taux correspondants sont respectivement de 2,15 % et 2 %. Baisse des spreads dans la zone euro (190 points de base pour l'Italie) ainsi que dans les segments *Investment Grade*, *High Yield* et sur les marchés émergents, où ils affichaient des niveaux extrêmes. Puissant rebond des bourses depuis leurs points bas annuels de la mi-octobre.

## Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 29 novembre 2022.

## Comparaison des marchés en euros



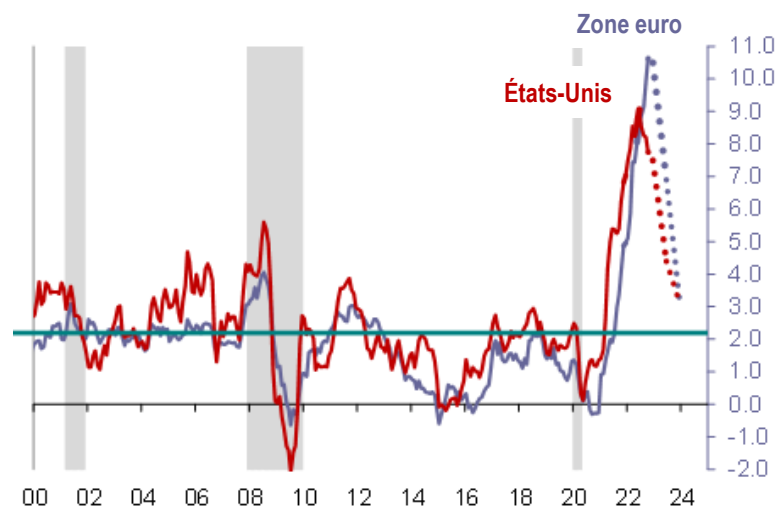
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 29 novembre 2022.

# Le thème du mois

## Inflation : le début de la fin

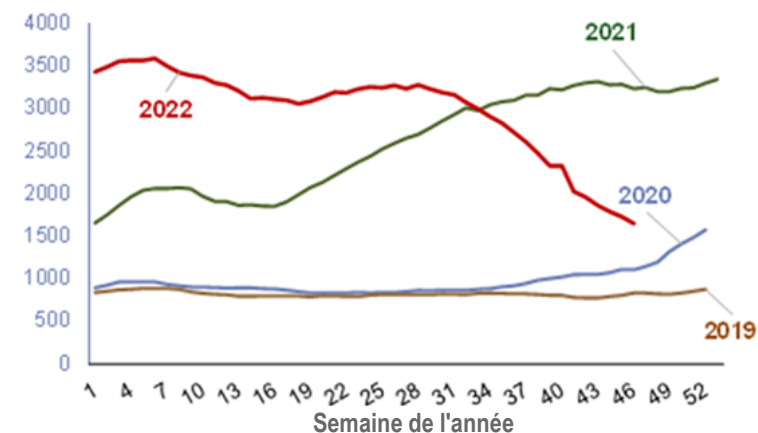
- Le taux d'inflation aux États-Unis publié début novembre, qui est ressorti en baisse en variation annuelle et plus faible qu'attendu, a enflammé les marchés, dopés par la perspective de voir la période inflationniste toucher à sa fin. Pouvons-nous le croire ?
- Si en règle générale « une statistique ne fait pas le printemps », les signes de relâchement des pressions inflationnistes tendent à se généraliser.
- Tout d'abord, les goulets d'étranglement dans les chaînes de production et de distribution, qui étaient apparus à la suite du redémarrage synchronisé des économies post Covid, semblent entièrement résorbés.
- Preuve du retour à la normale, par exemple, les prix du transport maritime depuis et vers la Chine, en forte baisse depuis quelques mois, sont désormais proches des niveaux pré Covid de 2019, malgré les mesures de confinement strictes prises entre-temps par le pays.

### Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

### Indice CCFI (China Containerized Freight Index)

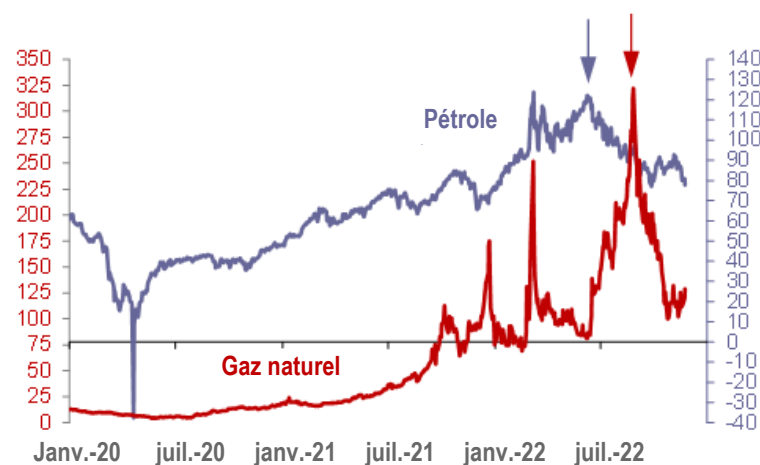


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

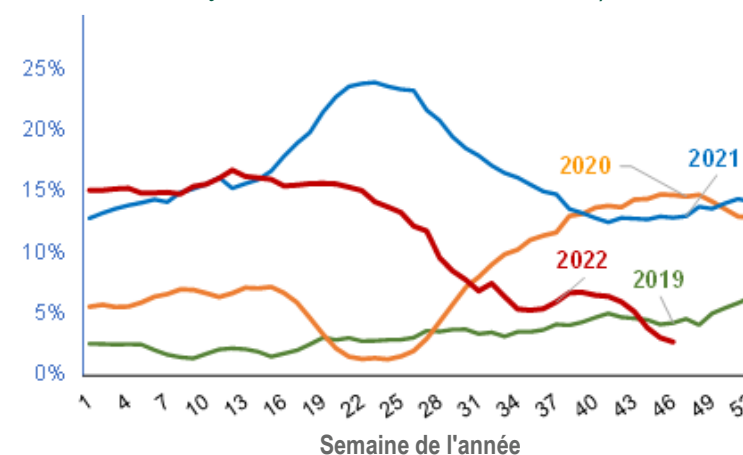
- Un deuxième élément qui plaide en faveur d'un retournement de l'inflation est l'évolution des prix des matières premières.
- Les métaux industriels ont atteint leur plus haut niveau en mars puis ont baissé jusqu'en juillet. Depuis, ils se sont stabilisés environ 40 % en dessous de leurs points hauts. Le prix du pétrole, qui a atteint un plus haut aux alentours de 120 dollars le baril (WTI) en juin, se situe à présent 40 % en dessous, à 80 dollars. Enfin, le prix du gaz naturel a culminé plus récemment, en septembre, ce qui explique pourquoi l'inflation continue de grimper en Europe, mais il a baissé d'environ 60 % par rapport à son plus haut niveau.
- S'agissant de l'inflation aux États-Unis, il est également rassurant de noter les signes de fléchissement du marché immobilier. Les dépenses liées au logement, les loyers en particulier, ont un poids élevé dans l'indice de l'inflation américaine. Il y a quelques semaines encore, le marché immobilier semblait, en termes de prix, peu sensible à la hausse des taux d'intérêt. Récemment, la baisse des prix des logements s'est accéléré, ce qui devrait faire baisser la pression sur les loyers.

### Prix du pétrole et du gaz naturel



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### États-Unis: prix de vente moyen des logements (var. en % en g.a., moyenne à 4 semaines - Redfin)

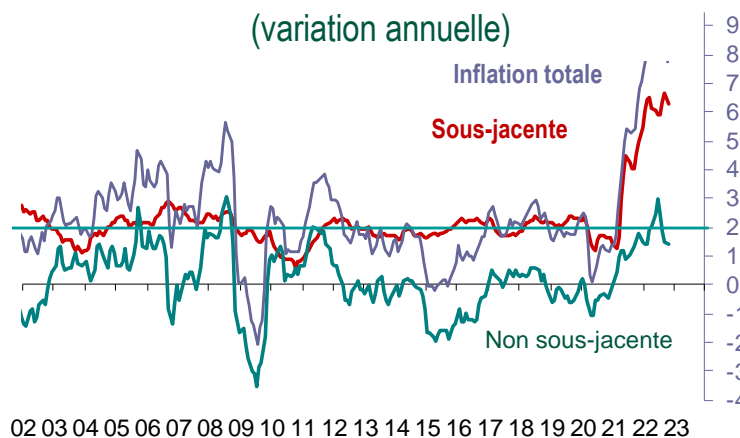


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

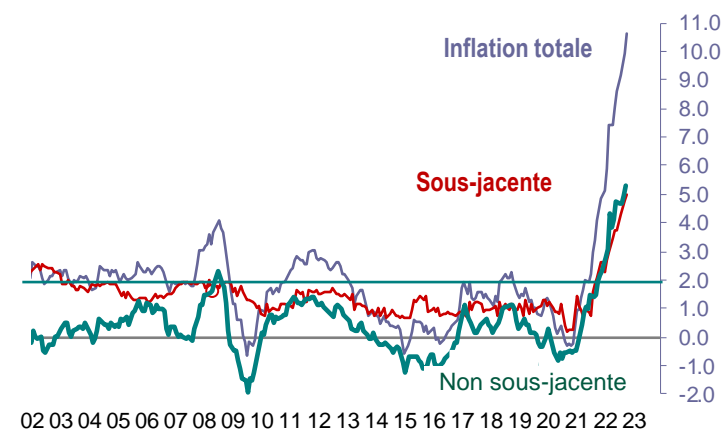
- Compte tenu de tous ces éléments, le reflux progressif de l'inflation peut constituer notre scénario de référence. La baisse ne sera probablement pas linéaire, car les mécanismes économiques le sont rarement, et le consensus autour d'un taux d'inflation de 3 % aux États-Unis comme dans la zone euro dès la fin de l'année prochaine pourrait se révéler trop optimiste.
- Cependant, il est important, et, du point de vue de la dynamique du marché, suffisant, que l'inflation s'inscrive désormais sur une trajectoire baissière, la rapidité de la baisse étant de moindre importance. Une baisse trop rapide pourrait toutefois signifier un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité économique, apportant un nouvel élément d'incertitude.
- Aux États-Unis, la désinflation est déjà bien amorcée parmi les composantes d'inflation non sous-jacentes, à savoir celles qui sont le plus étroitement liées aux prix des matières premières. Elle doit à présent se matérialiser dans les composantes sous-jacentes, où il conviendra de surveiller en particulier les dépenses de logement et les loyers.
- En Europe, toutes les composantes restent orientées à la hausse. Toutefois, la baisse des prix de l'énergie ne devrait pas tarder à se manifester, entraînant dans son sillage le ralentissement des autres secteurs.

### Inflation des prix à la consommation aux États-Unis (variation annuelle)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### Inflation dans la zone euro (variation annuelle)

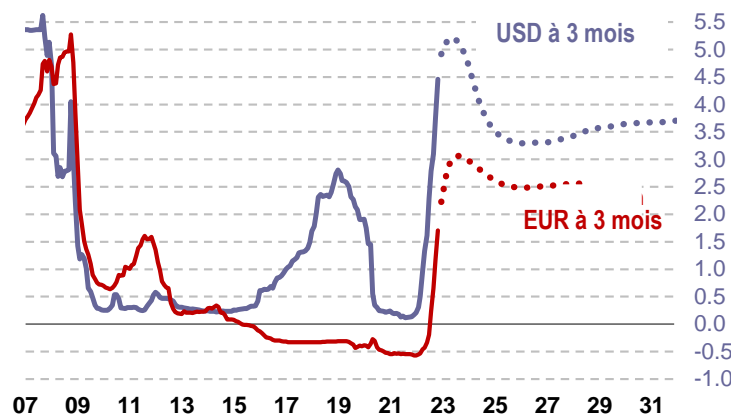


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

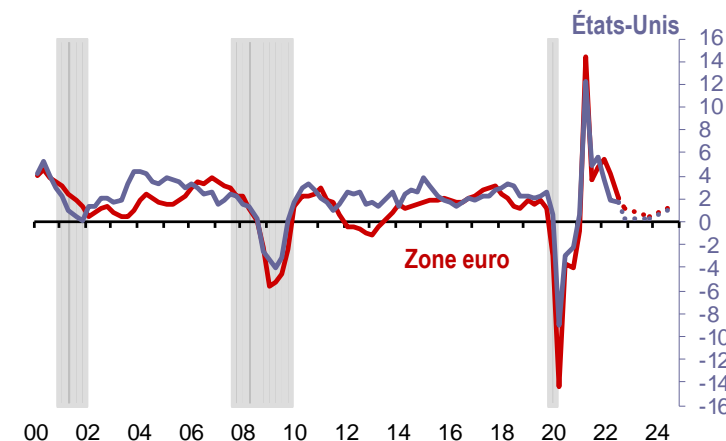
- Compte tenu des anticipations de trajectoire baissière de l'inflation, les Banques Centrales se préparent à ralentir, puis à mettre fin à la hausse des taux.
- À l'agenda de la Fed et de la BCE figure encore un resserrement de 100 points de base d'ici aux premiers mois de 2023, mais l'essentiel de la hausse est derrière nous.
- Les contrats à terme sur les Fed Funds reflètent un scénario selon lequel une fois que son taux aura été porté à 5 %, la Fed le maintiendra à ce niveau pendant quelques mois, avant de l'abaisser à 3,5 % d'ici la fin de 2024. **Une telle trajectoire sous-tend un ralentissement modéré (ou une mini-récession) de l'économie mondiale.**
- Il s'agirait d'un scénario vertueux de retour à une situation de croissance et d'inflation modérée après les turbulences des années Covid et post Covid.
- Du reste, ce scénario est celui actuellement retenu dans les prévisions du consensus sur la croissance économique, qui devrait être proche de zéro en 2023 pour redevenir positive en 2024. Le caractère plus ou moins prononcé du ralentissement économique sera le prochain sujet de préoccupation des investisseurs.

### Taux à 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro (données historiques + contrats à terme à 3 mois)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### États-Unis et zone euro - croissance annuelle du PIB



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](http://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