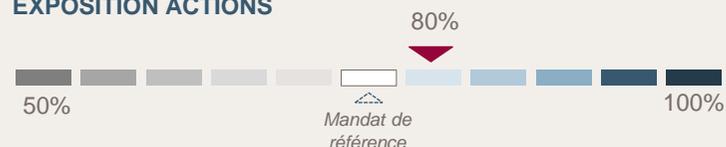


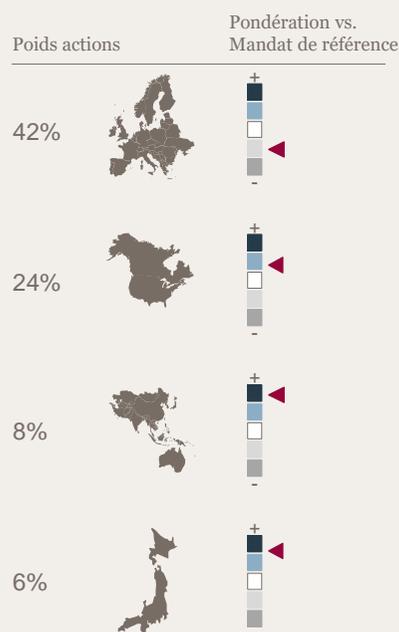
# STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

## COMITÉ D'INVESTISSEMENT - 26 JANVIER 2023

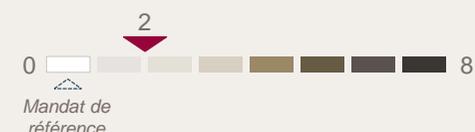
### EXPOSITION ACTIONS



### ALLOCATION GÉOGRAPHIQUE



### SENSIBILITÉ DES OBLIGATIONS



Le Comité d'investissement statue toutes les 6 semaines sur l'allocation d'actifs (actions et produits de taux) ainsi que sur les surpondérations et/ou sous-pondérations par zone géographique.

L'exposition actions communiquée ci-dessus correspond à un portefeuille ayant pour objectif un investissement actions entre 50% et 100%. Elle se décline en fonction de l'objectif d'investissement du mandat de chaque client.

Une exposition actions supérieure à 75% qualifie une surpondération. A l'inverse, une exposition inférieure caractérise une sous-pondération.

## NOUS SURPONDÉRONS LES ACTIONS

- Depuis le début de l'année, les actions profitent d'une vision plus optimiste sur l'activité économique, d'une désinflation plus rapide que prévue aux États-Unis et de l'anticipation d'une pause prochaine du resserrement monétaire de la Fed.
- L'incertitude sur la croissance économique en 2023 reste présente, mais nous conservons notre scénario d'un ralentissement sans récession profonde : le chômage est bas, les ménages continuent de consommer, les bénéfices des entreprises sont toujours en croissance et le marché immobilier montre les premiers signes d'une stabilisation.
- L'inflation devrait continuer à refluer rapidement grâce à la baisse des prix des matières premières et de l'énergie, la normalisation des goulets d'étranglement sur les chaînes de production et le refroidissement de l'économie.
- Cela devrait amener la Fed, puis la BCE à ralentir le resserrement monétaire. Même si le marché des futures a déjà intégré une partie de ce scénario, sa concrétisation devrait soulager les investisseurs en actions et permettre aux fondamentaux de reprendre le dessus.
- Nous remontons ainsi le niveau d'exposition actions et passons de Neutre à Surpondérer sur cette classe d'actifs.

## NOUS RESTONS SUR DES OBLIGATIONS D'ÉCHÉANCES COURTES

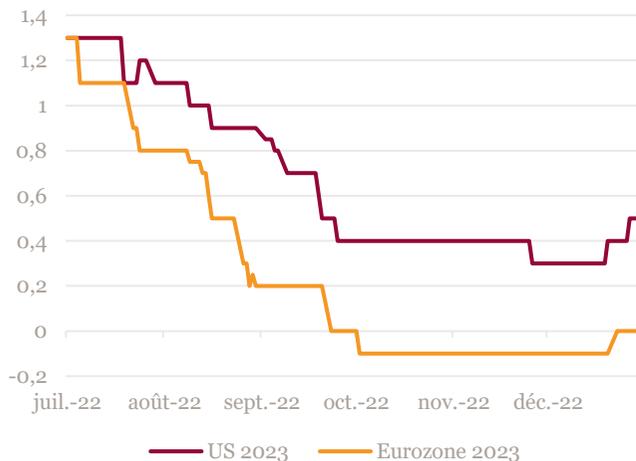
- Après des années de taux négatifs, la classe d'actifs obligataire a retrouvé de l'attractivité avec un rendement moyen de 3,9% pour les obligations d'entreprises.
- Nous gardons néanmoins une certaine prudence tant que l'incertitude demeure sur le timing de l'arrêt du resserrement monétaire de la BCE.
- Par ailleurs, le gain marginal de rendement pour une prise de risque supplémentaire en termes de qualité de crédit ou de durée nous semble peu attractif.
- Nous conservons ainsi un positionnement sur des obligations d'échéances courtes de bonne qualité qui permettent de bénéficier d'un portage supérieur à 3% avec une volatilité maîtrisée.

# ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

## ÉTATS-UNIS

Les effets récessifs des hausses de taux commencent à se faire sentir sur l'activité économique américaine : les investissements immobiliers sont en recul de 27% au T4, les enquêtes S&P PMI restent en zone de contraction (<50) depuis sept mois, les ventes au détail et la production industrielle sont en contraction depuis le mois de novembre. Néanmoins une récession profonde devrait être évitée grâce à la consommation de service qui reste solide (+2,6% au T4) et au marché de l'emploi toujours dynamique (3,5% de chômage en décembre). Les économistes commencent d'ailleurs à remonter timidement leurs prévisions de croissance pour 2023. Elle est attendue en moyenne à +0,5%.

### CROISSANCE DU PIB EN 2023 Prévision moyenne des économistes

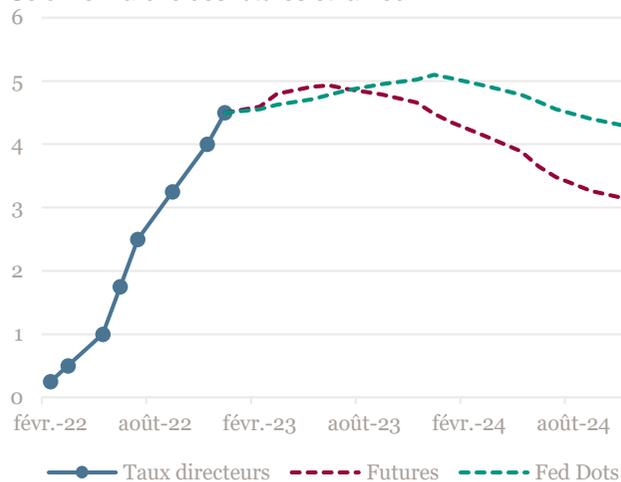


L'inflation continue de refluer rapidement pour le sixième mois consécutif à 6,5% contre 9,1% en juin. A ce rythme, elle pourrait revenir vers 2% dès le deuxième semestre

*Mansartis*

2023, ce qui devrait permettre à la Fed de stopper son resserrement monétaire. D'après le marché des futures, deux hausses de 25bp sont encore attendues pour porter les taux à 5% d'ici mars. La désinflation et le ralentissement économique amèneraient ensuite un abaissement dès le second semestre. Pourtant ce n'est pas le scénario des banquiers centraux qui tentent d'ancrer l'idée que le taux terminal sera supérieur à 5% pour une période prolongée.

### ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS AMÉRICAINS Selon le marché des futures et la Fed

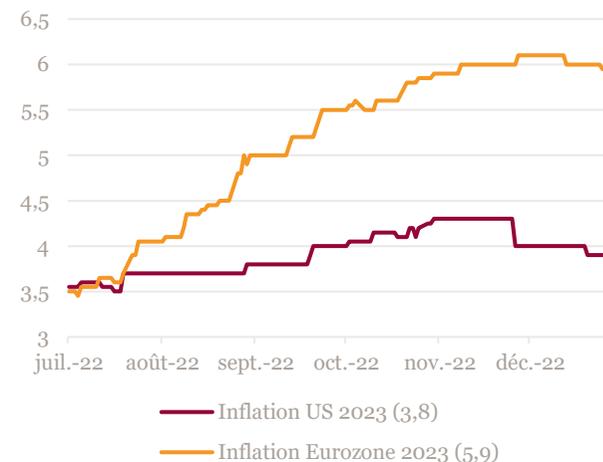


## EUROPE

Avec la guerre à ses frontières et la crise énergétique qu'elle a engendrée, le pire était attendu sur la croissance européenne. Mais les températures hivernales clémentes et les stocks de gaz au plus haut ont permis aux excès sur les marchés du gaz et de l'électricité de se résorber. Grâce aux boucliers tarifaires et un marché de l'emploi toujours

dynamique (chômage à 6,5%), il est dorénavant envisagé par les économistes que la récession soit évitée de justesse en 2023. Pour corroborer ce scénario, le PMI composite du mois de janvier repasse au-dessus du seuil de croissance (50,2 soit +0,9pt) pour la première fois depuis 6 mois.

### INFLATION ATTENDUE EN 2023 Prévision moyenne des économistes



A 9,2% en décembre, l'inflation reste trop élevée pour la BCE mais la baisse des prix de l'énergie devrait accentuer le mouvement de désinflation lors des publications à venir. Les hausses de taux avec un pas de 50bp devraient se poursuivre sans pouvoir préjuger, à ce stade, du taux terminal. Pour accélérer le retrait des liquidités, la réduction du bilan de la BCE va débuter en mars avec une limitation des réinvestissements des obligations arrivant à échéance.

# ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

## CHINE

Les restrictions sanitaires étant levées rapidement, les derniers développements économiques en provenance de Chine sont plutôt rassurants. C'est le sens des chiffres d'activité du mois de décembre avec la production industrielle qui a progressé de +1,3 % (+0,1% attendu) et les ventes au détail en contraction modérée de -1,8 % (-9% attendu). Le secteur immobilier reste sous pression. Les prix des nouveaux logements sont en baisse en décembre (-0.25%) pour le seizième mois consécutif.

### VENTES AU DÉTAIL EN CHINE



## JAPON

La BoJ a surpris la communauté financière en relevant de 0.25% à 0.5% la limite supérieure de la fourchette de fluctuation pour les taux à 10 ans. Alors que l'inflation caracole à 4% en décembre, beaucoup d'observateurs y voient les prémices d'un abandon de sa politique monétaire ultra accommodante.

Hypothèse que le Premier Ministre, comme le président de la banque centrale, essaient d'invalider en avançant que le but est uniquement de rendre le système plus pérenne.

L'activité économique profite toujours du rebond post-Covid comme l'indique l'enquête d'activité S&P PMI qui repasse en zone de croissance à 50,8 (+1,1pt).

## MARCHÉS

L'année débute bien sur les marchés actions. Le scénario idéal d'une désinflation rapide tout en évitant la récession économique prend forme dans l'esprit des investisseurs. En Europe (+8,2% pour le Stoxx 600) ce sentiment est accentué par les bonnes nouvelles du côté des prix de l'énergie. En Chine, c'est la perspective d'une reprise post-Covid vigoureuse qui permet aux actions de progresser de +13,9% (MSCI China).

### PERFORMANCE DES INDICES ACTIONS Sur un an



Les taux courts européens continuent de se tendre par l'action de la BCE. Les taux à deux ans s'établissent dorénavant au-dessus du seuil de 2.5%. Ce mouvement haussier devrait perdurer tant qu'il n'y aura pas de visibilité sur l'arrêt du resserrement monétaire.

Sur les taux à 10 ans, l'activisme de la banque centrale est compensé par des perspectives économiques atones. Ils évoluent sans grande tendance entre 2% à 2.5% depuis le mois d'octobre.

Comme pour les marchés actions, les spreads de crédit sur les obligations d'entreprises bénéficient de la baisse de l'aversion au risque. Elles progressent de 2.4% depuis le début de l'année et le rendement moyen s'établit dorénavant à 3,9%.

### PERFORMANCE DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES Sur un an selon la maturité



# À RETENIR PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



- La Fed devrait à nouveau ralentir l'ampleur des hausses de taux (+25bp attendu, contre +50bp précédemment).
- L'inflation recule pour le 6<sup>ème</sup> mois consécutif en décembre à 6,5% (contre 7,1% en novembre).
- Le marché de l'emploi reste solide : le chômage baisse à 3,5% (-0,2%) et les salaires horaires progressent de 0,3% sur le mois.
- A 46,6, les enquêtes d'activités PMI composite progressent (+1,6 pt) mais restent en zone de contraction (<50) pour le 7<sup>ème</sup> mois consécutif.
- Le PIB en 2022 affiche une croissance de 2,1%. En 2023, une croissance de 0,5% est attendue par les économistes.



- La BCE devrait à nouveau augmenter ses taux directeurs de 50bp pour les porter à 3,0%.
- L'inflation décélère à nouveau à 9,2% en décembre (contre 10,1% en novembre).
- Pour la première fois depuis juin, l'enquête d'activité PMI composite passe en zone d'expansion à 50,2.
- Le chômage se stabilise à 6,5% en novembre.
- La croissance du PIB est attendue à 3,3% en 2022 et stable en 2023 selon la moyenne des économistes.



- La levée des restrictions sanitaires devrait permettre à la consommation de nettement rebondir en 2023.
- Malgré un rebond (+1,3pt), les enquêtes d'activités PMI demeurent en zone de contraction en décembre à 48,3.
- L'inflation est stable en décembre à 1,8%.
- Sous restrictions sanitaires, les ventes au détail ont baissé de 0.2% en 2022. En 2023, une croissance des ventes au détail de 7.3% est attendue.
- Après une croissance de 3% en 2022, la croissance du PIB devrait se situer entre 5% et 5,5% en 2023.



- Après l'augmentation de sa cible de taux de 25bp, la BoJ est intervenue pour préciser qu'il ne s'agissait pas d'un début de resserrement monétaire.
- L'inflation a atteint 4% en décembre, le taux le plus élevé depuis janvier 1991, dans un contexte de hausse des prix des matières premières importées.
- Avec une chute de 3,8%, les salaires réels ont connu leur plus forte baisse depuis 8 ans.
- Le déficit commercial du Japon s'est creusé pour le 17<sup>ème</sup> mois consécutif, la plus longue période depuis 2015.