



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

25 février 2021

Scénario de référence

ME

Macro-économie

- Les premiers mois de 2021 se caractériseront par la coexistence de mesures de restriction et de relance monétaire et budgétaire, en marge du déploiement de la campagne de vaccination.
- Le second semestre fournira ensuite l'occasion d'évaluer l'efficacité des vaccins sur la relance des économies intérieures et des échanges internationaux.

Les économies évoluent au gré des mesures de restriction et des mesures de soutien compensatoires adoptées en réponse à la pandémie. **En Asie, où le virus est sous contrôle, l'économie retrouve une trajectoire de croissance stable. Aux États-Unis, la propagation du virus est encore importante, mais les mesures restrictives y sont limitées et l'effort budgétaire considérable.** L'économie croît et bénéficiera d'un nouveau coup de fouet au printemps grâce au plan de relance en discussion au Congrès. **L'Europe est en revanche à la traîne** ; les mesures de restrictions y sont plus strictes qu'ailleurs, la campagne vaccinale a démarré lentement et la mise en œuvre du plan de relance *NGEU* (« *Next Generation EU* ») n'est prévue qu'au second semestre de l'année.

Du côté des marchés, les primes de risque dont bénéficiaient les actions et les marchés à spread depuis la crise de mars 2020 ont en grande partie disparu. La bonne tenue des actifs à risque dépend à présent de l'amélioration des conditions macroéconomiques et du redressement des bénéfices des entreprises. D'autre part, **les bourses et les marchés du crédit sont confrontés à la hausse des taux souverains, notamment aux États-Unis.** Jusqu'à présent, cela n'a pas freiné les actifs risqués, les investisseurs y voyant une confirmation des prévisions favorables sur le cycle économique. Il est cependant essentiel que la normalisation des taux soit progressive et maîtrisée.

AA

Allocation d'actifs

- Nous confirmons le profil moyennement pro-cyclique de nos choix d'investissement, car nous anticipons la poursuite de la reprise de l'économie mondiale.
- Plus précisément, nous maintenons la sous-pondération des emprunts d'État « core », la surpondération des marchés à spread et un positionnement neutre sur les actions, dont les perspectives à court terme sont limitées.

T

Produits de taux

- Les taux à long terme américains et allemands remontent à mesure que la reprise mondiale gagne en vigueur. La formation du gouvernement Draghi favorise une nouvelle baisse du spread de l'Italie.
- Les spreads des titres *High Yield* sont encore attractifs, tout comme ceux des obligations des pays émergents et, dans une moindre mesure, du crédit *Investment Grade*.

A

Actions

- Les marchés actions sont intéressants à moyen terme compte tenu de la probable reprise des bénéfices en 2021, face à des rendements obligataires réduits à zéro.
- À plus brève échéance, le rebond prononcé depuis les planchers de mars 2020 et la volatilité toujours relativement élevée risquent de freiner la trajectoire ascendante des actions.

D

Devises

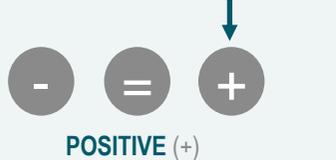
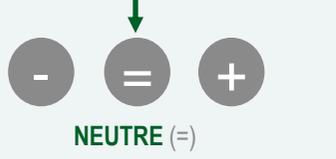
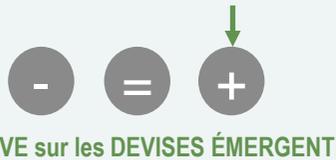
- La croissance américaine plus rapide que celle de la zone euro a stoppé le repli du dollar à l'œuvre pendant la majeure partie de 2020. Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des monnaies émergentes.

Stratégie d'investissement

Nous confirmons le profil moyennement pro-cyclique de nos choix d'investissement. Ceux-ci reflètent nos anticipations de poursuite du rebond de l'économie, mais tiennent également compte des perspectives limitées des marchés actions à court terme. La formation du gouvernement Draghi nous donne l'occasion de renforcer les positions sur le spread BTP-Bund et de surpondérer Borsa Italiana par rapport à l'Eurostoxx.

CLASSE D'ACTIFS

OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>NÉGATIVE sur les « PRESQUE CORE » (-)</p>	<p>Opinion négative sur la durée des États-Unis, de l'Allemagne et des pays « presque core ». Nous confirmons notre opinion négative sur la durée des titres américains et allemands, ainsi que ceux des pays « presque core » de la zone euro.</p>
<p>PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit</p>	 <p>POSITIVE (+)</p>	<p>Opinion positive sur les obligations à spread. Nous maintenons la surpondération des marchés à spread et l'ordre de préférence ci-dessous : (1) <i>High Yield</i>, (2) marchés émergents, (3) <i>Investment Grade</i>.</p>
<p>ACTIONS</p>	 <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions en raison de perspectives qui nous semblent tendues à court terme. En termes d'allocation géographique, nous relevons l'exposition au Japon tout en réduisant celle au marché américain, et nous surpondérons Borsa Italiana par rapport à l'Eurostoxx. Notre ordre de préférence est désormais : (1) marchés émergents et Japon, (2) États-Unis, (3) Europe et Pacifique hors Japon</p>
<p>DEVISES</p>	 <p>POSITIVE sur les DEVISES ÉMERGENTES (+)</p>	<p>Opinion positive sur les monnaies émergentes. Nous demeurons optimistes à l'égard des monnaies émergentes.</p>

Comparaison des classes d'actifs

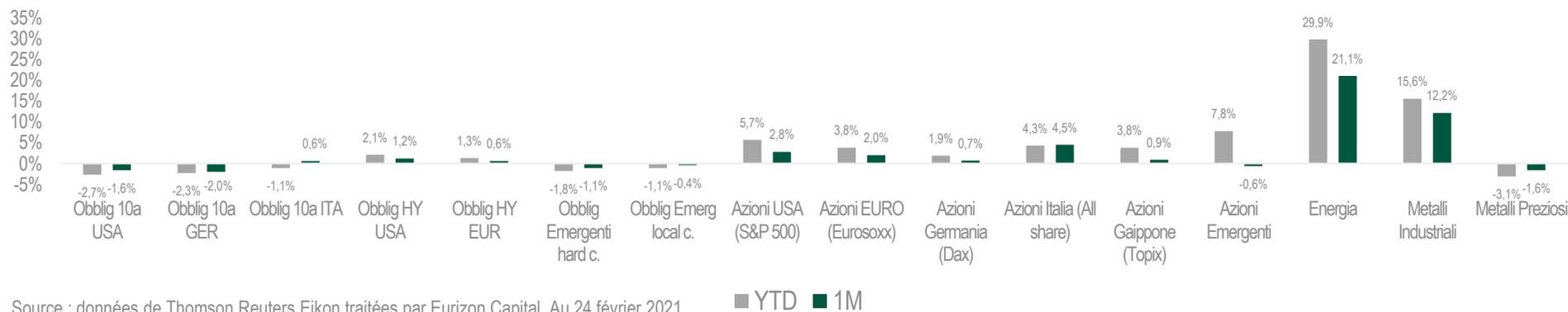
Les marchés actions ont été bien orientés sur fond de remontée des taux des emprunts d'État à long terme. Ce contexte a pénalisé les obligations *Investment Grade* et émergentes (généralement sensibles à la hausse des taux américains). En revanche, les obligations *High Yield* ont affiché une performance positive, à l'instar des actions. Le *spread* de l'Italie s'est resserré. Le taux de change USD/EUR est resté quasiment stable, tandis que les devises émergentes se sont légèrement appréciées.

Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 24 février 2021.

Comparaison des marchés en euros



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 24 février 2021.

Le thème du mois – 1

Les bénéfiques repartent à la hausse, l'Europe à la traîne

- L'an dernier, les actions ont signé des performances étonnantes compte tenu du contexte économique. +18 % pour le S&P 500, avec des bénéfiques en baisse de 15 %. Performance étale pour l'Eurostoxx, malgré un recul de 35 % des bénéfiques.
- Ces résultats s'expliquent par l'augmentation phénoménale des multiples (PER) qui ont renoué avec les niveaux de 2000. **Parler de bulle paraît toutefois inapproprié.** Les investisseurs ont agi de manière rationnelle en se contentant de bénéfiques certes faibles, mais intéressants par rapport aux taux obligataires nuls ou négatifs.
- Cette année, changement de décor : les bénéfiques repartent à la hausse. +25 % pour le S&P 500, +40 % pour l'Eurostoxx selon les estimations du consensus, a priori vraisemblables.
- La progression des indices actions peut-elle suivre celle des bénéfiques ? La réponse dépend des multiples qui, eux-mêmes, dépendent avant tout des taux à long terme. **Si les taux se normalisent de façon ordonnée, il n'y a pas lieu de craindre une forte contraction des multiples.** En revanche, une forte hausse des taux freinerait les actions, soit en constituant une alternative aux bénéfiques des entreprises, soit parce qu'ils sont jugés non soutenables pour l'économie.
- L'hypothèse d'une normalisation ordonnée et de multiples stables semble la plus probable. Ce scénario n'exclut pas de brusques remontées des taux durant l'année, interrompues par de salutaires (mais douloureux) pics de volatilité des actions.

Indice S&P 500 et bénéfiques des entreprises (Estimations fournies par IBES)



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Indice Eurostoxx et bénéfiques des entreprises (Estimations fournies par IBES)



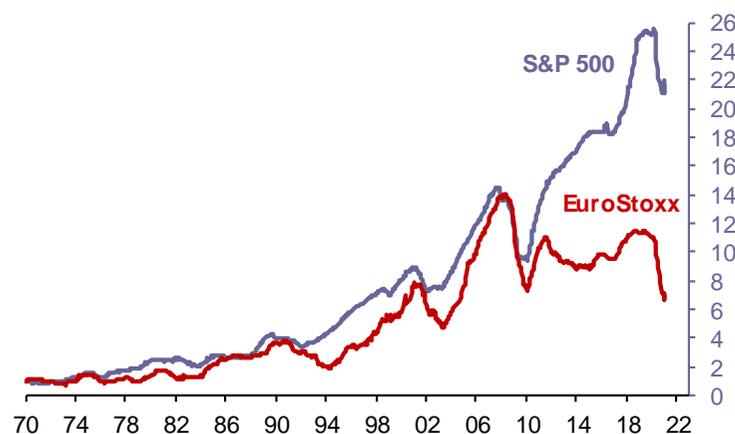
Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois – 1 (suite)

- Une progression de 40 % de l'indice Eurostoxx et de 25 % du S&P est crédible, ne serait-ce que parce que l'Eurostoxx part du plus bas. Mais cela est loin d'être acquis. Cela suppose que la campagne de vaccination réussisse et permette une accélération de l'activité en zone euro plus forte qu'elle ne l'est actuellement. Sans oublier que la zone euro accuse un retard structurel qui date de bien avant la crise du Covid. **Les bénéfices dans la zone euro ont évolué de concert avec ceux des entreprises américaines jusqu'à la fin 2010, avant de diverger.**
- Mais il ne s'agit pas d'une « simple » victoire des États-Unis sur l'Europe. **La concentration de la rentabilité est davantage sectorielle que géographique.**
- Même aux États-Unis, il y a des perdants (presque tous les secteurs) et des gagnants (deux seulement : les technologies et la santé).
- La leçon à retenir est la suivante : **dans un environnement mondialisé et compétitif, il est très difficile de générer des profits si ce n'est dans le champ technologique ou médical.**
- Toutes les autres activités, qui satisfont des demandes de biens primaires ou secondaires, opèrent dans un contexte de concurrence parfaite, où la rentabilité est, par définition, faible, au bénéfice des consommateurs.
- **Si ce diagnostic est le bon, et si les secteurs liés à l'innovation se situent principalement aux États-Unis, des régions comme l'Europe ou le Japon peuvent connaître des phases de reprise cyclique partielle, éventuellement cette année, mais elles auront du mal à inverser la tendance structurelle.**

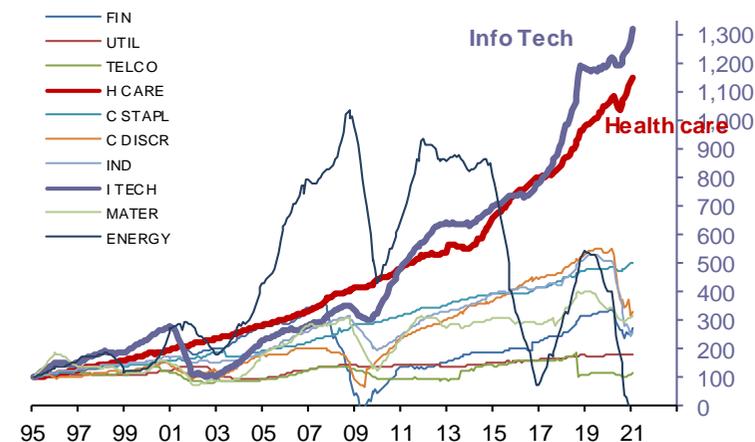
Les bénéfiques repartent à la hausse, l'Europe à la traîne

États-Unis vs Europe: bénéfices des sociétés cotées



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Bénéfices de l'indice S&P 500: ventilation par secteur



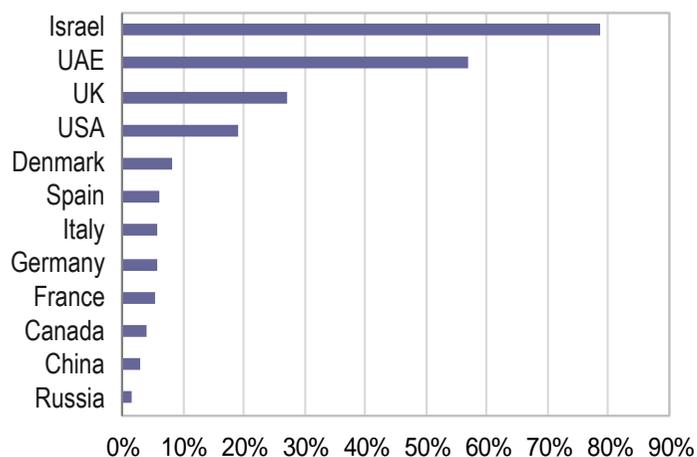
Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois – 2

Le vaccin fonctionne (là où il est disponible) Point sur la situation

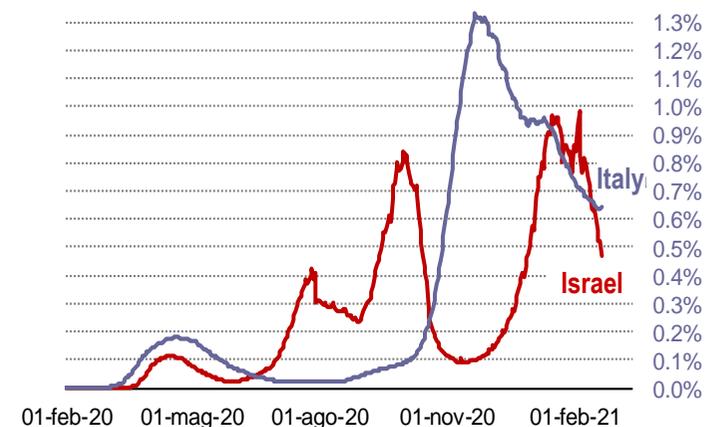
- Le mois dernier, nous avons mené une comparaison entre Israël et l'Italie pour mesurer la capacité des vaccins à endiguer rapidement l'épidémie par rapport aux mesures de restriction.
- La campagne de vaccination en Israël s'est poursuivie à un rythme soutenu durant le mois, près de 80 % de la population ayant au moins reçu une première dose. En Italie, la campagne a repris après l'impasse de janvier, mais son rythme reste lent.
- Fort heureusement, les différences commencent à se voir. **En Israël, la diminution du nombre de personnes en soin s'accélère**, marquant un net contraste avec la troisième vague qui était en cours lors du lancement de la campagne vaccinale.
- En Italie également, la courbe des contaminations est en train de chuter, mais beaucoup plus lentement, entraînant la poursuite des mesures de restriction sociales et économiques.
- Ainsi, **Israël est sur la voie de l'immunité collective**. Et après ? L'économie domestique va redémarrer, mais le pays devra attendre que les autres pays atteignent également l'immunité pour pouvoir reprendre les échanges commerciaux.
- Les pays sont sur la bonne voie, mais le chemin à parcourir est encore long.

Vaccins : injections
(en % de la population)



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Italie et Israël : contaminations actuelles
(en % de la population)



Source : données de Thomson Reuters 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