



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

25 mars 2021

Scénario de référence

ME

Macro-économie

- La reprise cyclique se poursuit en Asie, première région à avoir endigué la pandémie, et aux États-Unis, qui bénéficient d'énormes mesures de relance budgétaire et d'une rapide campagne de vaccination.
- Dans la zone euro, le redémarrage de l'économie est encore freiné par les mesures de restriction, mais la croissance devrait accélérer au second semestre.

Le principal facteur à surveiller est la normalisation des taux américains. Ce mouvement est soutenu par les anticipations de reprise économique, elles-mêmes fondées sur les avancées de la campagne de vaccination et les mesures prévues de politique budgétaire. Par ailleurs, la Réserve fédérale a réaffirmé qu'elle ne relèverait pas ses taux à court terme avant fin 2023, dans la volonté de retarder au maximum un durcissement de sa politique monétaire pour garantir la solidité de la sortie de crise.

Conséquence : les taux à long terme s'inscrivent en hausse.

Jusqu'à présent, ce mouvement est bien toléré par les marchés actions, qui y voient la validation d'un scénario de reprise positif. Toutefois, au fil de l'ascension des taux, le risque d'un regain de volatilité des actions augmente également. De telles turbulences ne seraient alors que passagères. En effet, l'agitation des bourses contribuerait à ralentir les marchés obligataires, favorisant à l'arrivée la poursuite du rebond des actifs risqués. Mais les marchés obligataires peuvent aussi se stabiliser spontanément, sans correction des actions. Dans un monde de taux nuls, les rendements actuels des titres américains sont déjà intéressants pour de nombreux investisseurs, qui pourraient abandonner leurs positions vendeuses pour passer à l'achat.

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 confirmons la sous-pondération des emprunts d'État *core* et réduisons à neutre notre positionnement sur les marchés à *spread*, tout en renforçant le poids des actions.

T

Produits de taux

- La consolidation de la reprise économique peut donner lieu à la poursuite de la hausse des taux longs américains et enclencher le même mouvement en Allemagne.
- Les obligations à *spread* sont intéressantes dans une optique de moyen terme. Dans l'immédiat, cependant, ces classes d'actifs risquent de pâtir de la hausse des taux américains.

A

Actions

- Les marchés actions semblent en mesure d'absorber la normalisation des taux américains grâce au soutien offert par la reprise de la croissance des bénéfices.
- Au-delà d'un certain niveau, la trajectoire haussière des taux peut être une source de volatilité, mais celle-ci, e serait que passagère. D'un point de vue géographique et sectoriel, le contexte est favorable aux thèmes cycliques et aux titres « value ».

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, qui reflètent nos anticipations de poursuite de la reprise macroéconomique. Notre positionnement passe de positif à neutre sur les marchés à *spread*, sensibles à la hausse des taux américains ; auparavant neutre, notre sentiment devient positif envers les actions, plus résistants à la normalisation des rendements obligataires grâce à la croissance des bénéfices, .

CLASSE D'ACTIFS

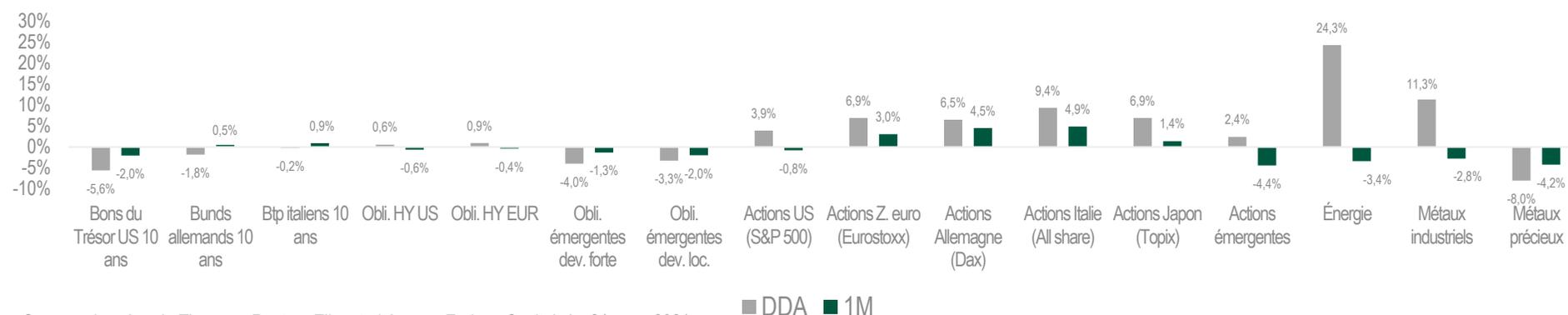
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	<p>NÉGATIVE (-) NÉGATIVE (-) 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>NEUTRE (+)</p>	<p>Opinion neutre sur les obligations à spread. Nous adoptons une opinion neutre (précédemment positive) les marchés à <i>spread</i>, en confirmant l'ordre de préférence ci-dessous : (1) <i>High Yield</i>, (2) marchés émergents, (3) <i>Investment Grade</i>.</p>
<p>ACTIONS</p>	<p>POSITIVE (=)</p>	<p>Opinion positive sur les actions. Nous relevons de neutre à positive notre opinion sur les actions. En termes d'allocation géographique, nous réduisons notre exposition aux marchés émergents au profit de l'Europe, auparavant sous-pondérée, et nous confirmons la surpondération de l'Italie par rapport à l'indice Eurostoxx. Notre ordre de préférence est désormais : (1) Japon, (2) États-Unis, Europe, pays émergents, (3) 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

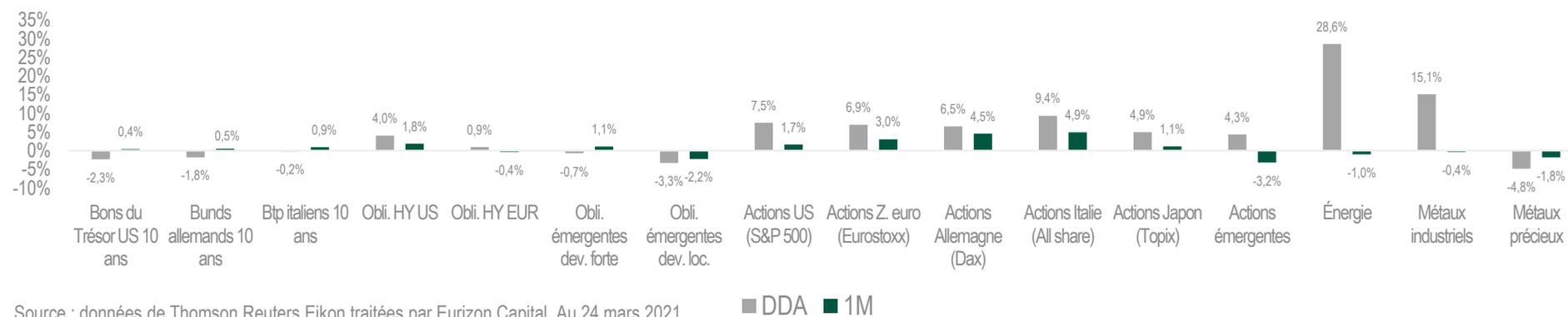
Rebond prononcé des taux américains à long terme au cours du mois dernier : le rendement à 10 ans s'est établi à 1,75 %, au-delà de son niveau d'avant la crise sanitaire. Les obligations à *spread* ont été pénalisées par ce mouvement, en particulier les titres des marchés émergents, généralement plus vulnérables à la hausse des taux américains. À l'inverse, les actions ont très bien résisté, à une exception près : les indices des pays émergents, asiatiques en particulier.

Comparaison des marchés en devise locale



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

Comparaison des marchés en euros



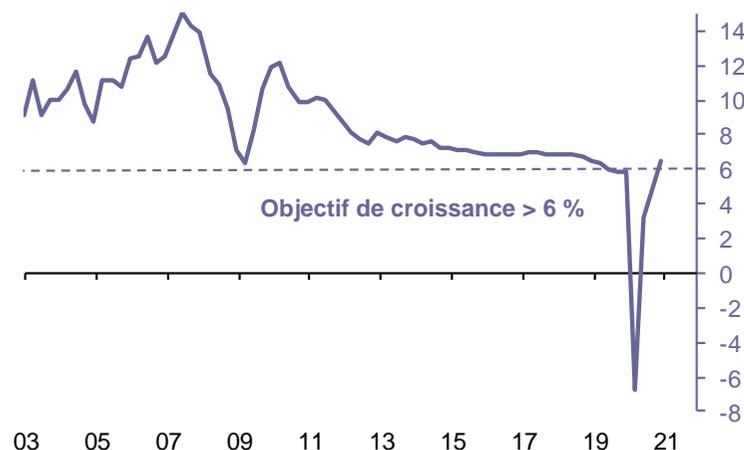
Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 24 mars 2021.

Le thème du mois – 1

Pendant ce temps-là, en Chine...

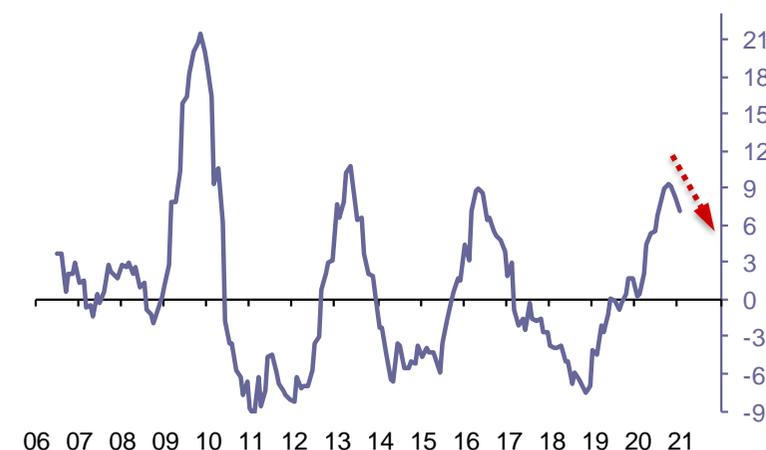
- **La Chine remplit une fonction évidente de signal dans le cycle économique actuel.** C'est elle qui en a donné le départ en interrompant le cycle précédent avec l'explosion de la pandémie de Covid-19. Mais c'est également le premier grand pays à avoir maîtrisé le virus et renoué avec un fonctionnement économique et social plus ou moins normal.
- **Désormais, la Chine donnera des signes importants pour la prochaine phase de la normalisation,** autrement dit la suspension des mesures de relance dans la perspective de leur retrait définitif en 2022.
- **Le Congrès du Parti communiste chinois qui vient de s'achever a confirmé l'objectif d'une croissance d'au moins 6 % à moyen terme, déjà fixé avant la pandémie.** Cela signifie qu'après le vif rebond de cette année (+8,4 % dans les estimations du consensus), les pouvoirs publics laisseront l'économie ralentir vers un rythme de croissance de 6 %.
- **Pour l'heure, il n'est pas nécessaire d'imaginer des mesures restrictives à proprement parler :** celles-ci seraient mises en œuvre uniquement en cas de surchauffe économique. Il suffira de laisser l'économie évoluer naturellement, sans intervenir davantage pour la soutenir. Néanmoins, il va de soi que **la transition entre une politique totalement expansionniste et une posture plus neutre représente déjà un changement significatif.** Cet aspect explique aussi la correction des marchés émergents le mois dernier, en marge de l'impact de la hausse des taux américains.

Chine : croissance du PIB
(variation annuelle en %)



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Chine : indice d'impulsion du crédit
(variation annuelle)

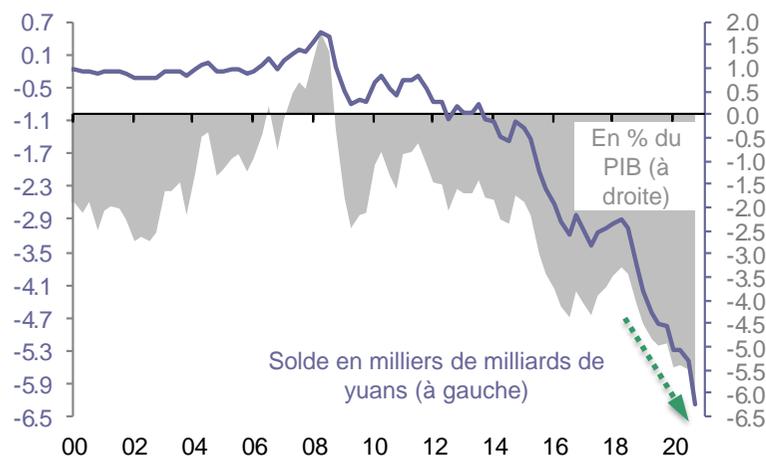


Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois – 1 (suite)

- D'autre part, rien pour l'instant ne permet de craindre un surplus de mesures restrictives. **Au cours des années précédentes, les autorités chinoises ont réussi efficacement à piloter en douceur une économie aux dimensions considérables.** Un éléphant dans un magasin de porcelaine qui, jusqu'à présent, n'a encore rien cassé.
- S'agissant des moyens employés pour guider cet éléphant, on entrevoit actuellement un changement d'intensité dans les mesures de soutien à l'activité de crédit : en variation annuelle, celle-ci a cessé de progresser. Mais il ne s'agit pas encore d'une approche restrictive.
- **Toujours pas de coup de frein dans la politique budgétaire.** Le budget de l'État est en expansion presque constante depuis 2008 et le ralentissement de l'économie mondiale entraîné par la crise des *subprimes*. **Avec la crise sanitaire, le déficit annuel a atteint quasiment 6,5 % du PIB, et rien ne permet pour l'instant d'anticiper une résorption.**
- **Pas non plus de signal sur le plan du taux de change.** Celui-ci a servi d'arme de défense dans les phases les plus tendues de la guerre commerciale. **La devise chinoise est stable depuis que les parties sont entrées en négociations, aussi vives soient-elles.** Facteurs géopolitiques mis à part, les autorités chinoises ont tout intérêt à ce que le taux de change soit stable pour attirer des capitaux sur leur marché obligataire, en plein développement.

Chine : solde budgétaire (12 mois)



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Chine : taux de change réel pondéré des échanges commerciaux



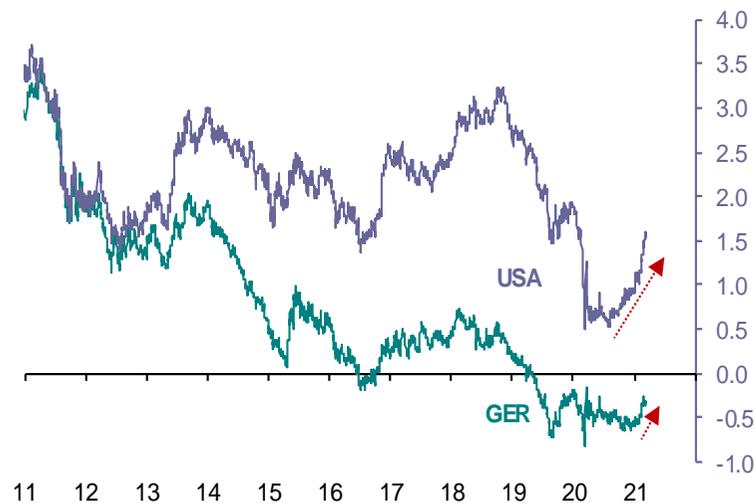
Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois – 2

Europe, entre retard et reprise

- **Objectivement, la zone euro est en retard dans sa reprise économique par rapport aux États-Unis et l'Asie.** La faute à des mesures de restriction plus sévères dans la lutte contre la crise sanitaire, ainsi qu'à une campagne de vaccination plus lente. Mais également **et surtout en raison de retards dans une politique budgétaire aux moyens plus limités.**
- **Ce retard se reflète parfaitement dans l'important différentiel de taux qui s'est rétabli entre les États-Unis et l'Allemagne.** Le taux américain à 10 ans est repassé au-dessus de ses niveaux d'avant la pandémie, à 1,75 %. En revanche, le rendement à 10 ans des Bunds est toujours proche de ses plus bas, ce qui tire le *spread* USA – Allemagne à ses niveaux d'avant 2020, aux alentours de 200 points de base.
- Au contraire, **les bourses européennes ont cessé de sous-performer le marché américain. Un mouvement probablement dû à la composition sectorielle de l'indice Eurostoxx, très exposé aux thèmes cycliques et « value »** qui ont maintenant les faveurs des investisseurs, dans le cadre de la rotation soutenue par la hausse des taux américains.
- De plus, le marché européen est probablement soutenu par les **anticipations de redressement du cycle régional au second semestre**, quand la campagne de vaccination aura monté en puissance et que les moyens du Fonds de relance / Next Generation commenceront à être déployés. **Croisons les doigts.**

Taux à 10 ans



Source : données de Thomson Reuters Eikon traitées par Eurizon Capital

Marchés actions : USA, zone euro, pays émergents (indices en devises locales)



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