



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

28 avril 2023

Scénario de référence

Les données macroéconomiques indiquent un ralentissement de l'activité économique, qui conserve néanmoins un taux de croissance positif.

L'inflation fléchit, grâce à la baisse des matières premières au cours des derniers mois, mais la baisse des composantes sous-jacentes est encore lente. **Le reflux de l'inflation est réel, mais il ne peut être considéré comme général, surtout du point de vue des banques centrales.**

D'après les anticipations de politique monétaire qui transparaissent des contrats à terme sur les taux courts, la Fed relèverait ses taux de 25 points de base lors de la réunion du FOMC de mai avant de marquer une pause. La Fed devrait commencer à abaisser ses taux vers la fin de l'année. **En ce qui concerne la BCE, le marché table sur trois hausses de 25 points de base lors des réunions de mai, juin et juillet.** À partir du début de 2024, la BCE devrait elle-aussi réduire ses taux directeurs.

Par rapport à la mi-mars, au moment des tensions sur le secteur bancaire, les marchés privilégient à présent l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie, plutôt que celle d'un ralentissement brutal. L'ampleur du ralentissement reste toutefois la principale préoccupation des investisseurs.

Si l'activité ralentit aux États-Unis et dans la zone euro, la reprise se confirme en Chine où l'abandon de la politique zéro-Covid ne reproduit pas les excès observés aux États-Unis et dans la zone euro, qui avaient été à l'origine de la flambée de l'inflation.

ME

Macro-économie

- La croissance ralentit mais demeure positive. L'inflation recule mais reste néanmoins nettement supérieure aux objectifs des banques centrales.
- Les contrats à terme sur le marché monétaire suggèrent que la FED et la BCE achèveront le resserrement de leur politique monétaire entre mai et juin 2023 avant de marquer une pause.

AA

Allocation d'actifs

- Le ralentissement de l'économie, conjugué au reflux de l'inflation et à la fin imminente du resserrement monétaire rendent les principaux marchés obligataires attractifs.
- Les valorisations des actifs risqués sont intéressantes mais ceux-ci pourraient se montrer volatils en attendant d'en savoir plus sur l'ampleur du ralentissement.

T

Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands dont les rendements sont attractifs et qui peuvent offrir une protection en cas de ralentissement macroéconomique.
- Sur les marchés du crédit, nous privilégions toujours les obligations Investment Grade et émergentes. En revanche, l'environnement semble encore incertain pour la dette *High Yield*. Position neutre sur les obligations souveraines italiennes.

A

Actions

- Les valorisations des actions sont à des niveaux historiquement intéressants, mais le risque d'un ralentissement de l'économie plus brutal que prévu pourrait être une source de volatilité.

D

Devises

- Le retard du cycle d'inflation dans la zone euro par rapport aux États-Unis peut prolonger le resserrement de la politique monétaire de la BCE par rapport à la Fed, soutenant l'euro face au dollar.
- Les incertitudes du scénario et le changement de gouverneur à la tête de la Banque du Japon peuvent contribuer à soutenir le yen.

Stratégie d'investissement

Notre scénario de référence anticipe un ralentissement de la croissance économique et une inflation en baisse, mais encore supérieure au niveau cible des Banques Centrales. Dans ce contexte, nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands, tandis que nous conservons une exposition neutre aux actions et aux obligations à *spread* qui pourraient encore se montrer volatiles en attendant d'évaluer l'ampleur du ralentissement.

CLASSE D'ACTIFS

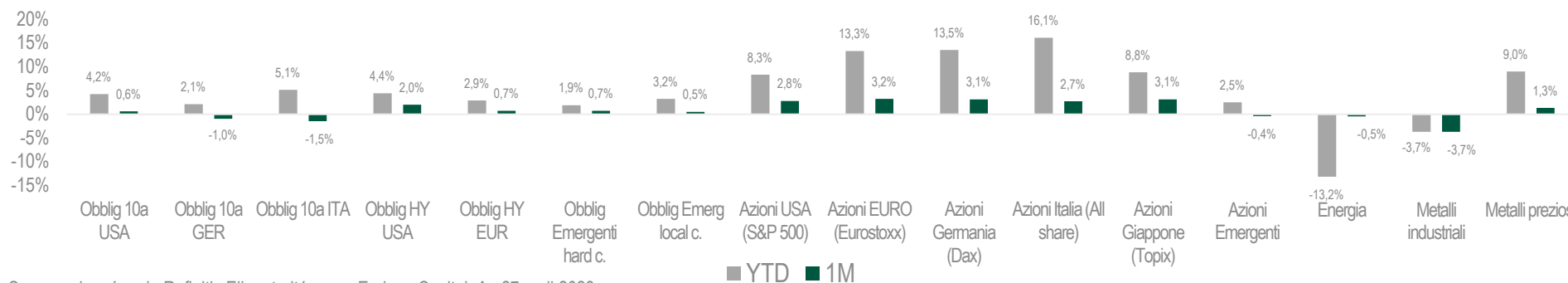
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	<p>↓</p> <p>○ - ○ = ○ +</p> <p>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+) POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</p> <p>↓</p> <p>○ - ○ = ○ +</p> <p>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</p>	<p>Opinion positive sur la durée aux États-Unis et en Allemagne. Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État américains et allemands.</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>↓</p> <p>○ - ○ = ○ +</p> <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les obligations à <i>spread</i>. 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>↓</p> <p>○ - ○ = ○ +</p> <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. D'un point de vue géographique, nous mettons les États-Unis, l'Europe, les marchés émergents, le Japon et l'Asie-Pacifique hors Japon sur un pied d'égalité.</p>
<p>DEVISES</p>	<p>↓ ↓</p> <p>○ - ○ = ○ +</p> <p>NÉGATIVE SUR LE DOLLAR (=) POSITIVE SUR LE YEN (+)</p>	<p>Opinion négative sur le dollar, positive sur le yen et neutre à l'égard des autres devises. Nous sous-pondérons le dollar et continuons de surpondérer le yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.</p>

Comparaison des classes d'actifs

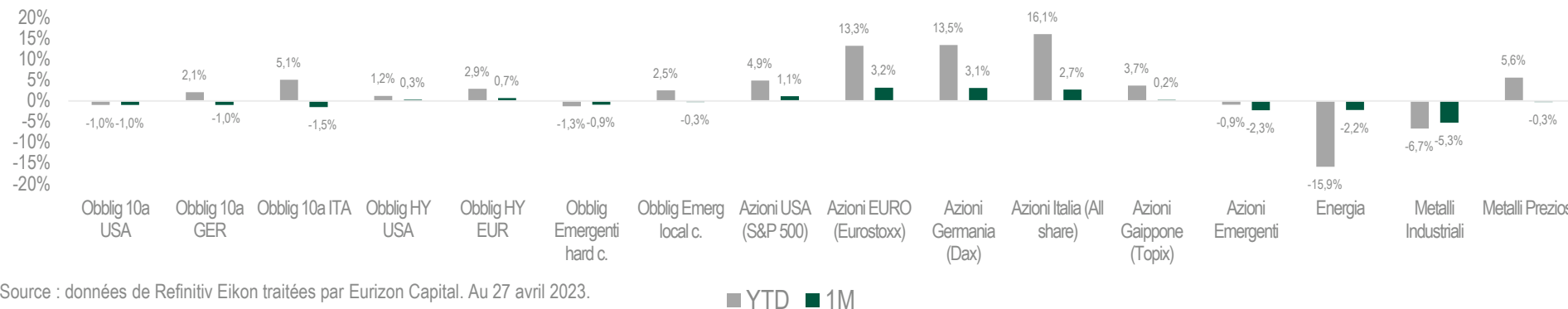
Les taux des emprunts d'État sont remontés en avril, après leur plongeon de la mi-mars dû aux turbulences qui ont secoué le secteur bancaire. Toutefois, les taux à terme sont en-deçà de leurs points hauts de début mars et l'inversion des courbes aux États-Unis et en Allemagne perdure. Les spreads en zone euro, qui n'avaient pas été affectés par la volatilité engendrée par les turbulences dans le secteur bancaire, sont restés quasiment stables. Les spreads des obligations Investment Grade, High Yield et des pays émergents se sont repliés, tandis que les marchés actions, qui avaient en revanche pâti du climat d'incertitude de la mi-mars, se sont redressés. Le dollar a recommencé à se déprécier face à l'euro, s'établissant à son plus bas niveau de l'année autour de 1,10.

Comparaison des marchés en devise locale



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

Comparaison des marchés en euros



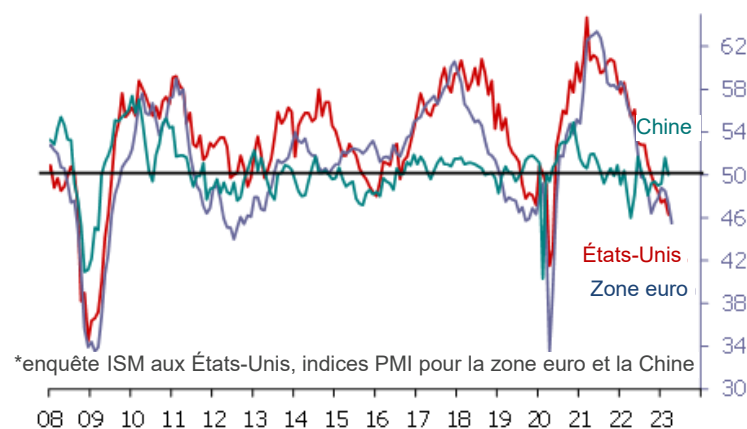
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 avril 2023.

Le thème du mois

Un ralentissement ou presque

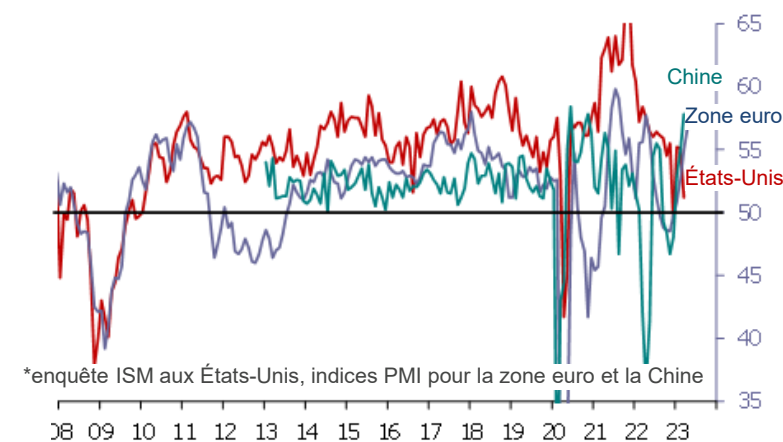
- Les données macroéconomiques montrent un ralentissement tendanciel ces dernières semaines, mais **le taux de croissance reste positif aux États-Unis comme dans la zone euro.**
- **Pour l'instant, les prévisions de croissance négative pour le début de 2023**, sous l'effet combiné du choc inflationniste et de la hausse des taux en 2022, ne se sont donc pas concrétisées.
- Mais en réalité, **les indicateurs de confiance des entreprises manufacturières ont nettement fléchi ces derniers mois, basculant en contraction aux États-Unis et dans la zone euro et en stagnation en Chine.** Outre le durcissement des politiques monétaires, ce ralentissement de l'activité reflète l'élimination des excès consécutifs au redémarrage des économies en 2021.
- **En revanche, les indicateurs de confiance des entreprises de services, qui donnent un aperçu de l'évolution de la demande intérieure dans les différentes régions, restent en zone d'expansion,** encore soutenue en zone euro et en Chine.
- **Plus facteurs y contribuent : l'incidence encore positive de la politique budgétaire, la bonne santé du marché du travail, la réactivité des consommateurs face à la baisse de l'inflation et, en Chine, le redémarrage de l'activité post-Covid.**

Indices de confiance des entreprises manufacturières*



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Indices de confiance des entreprises de services*

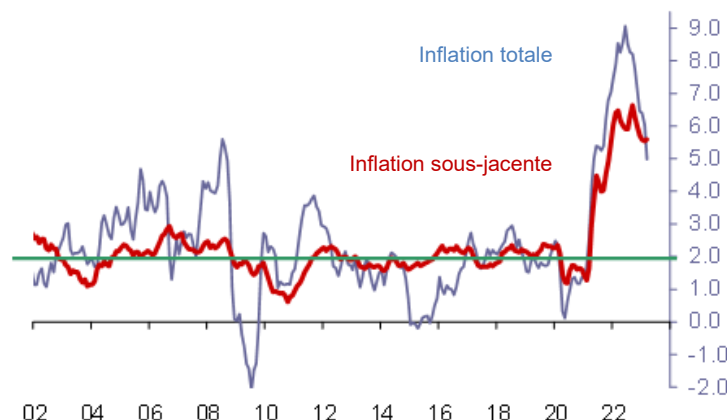


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

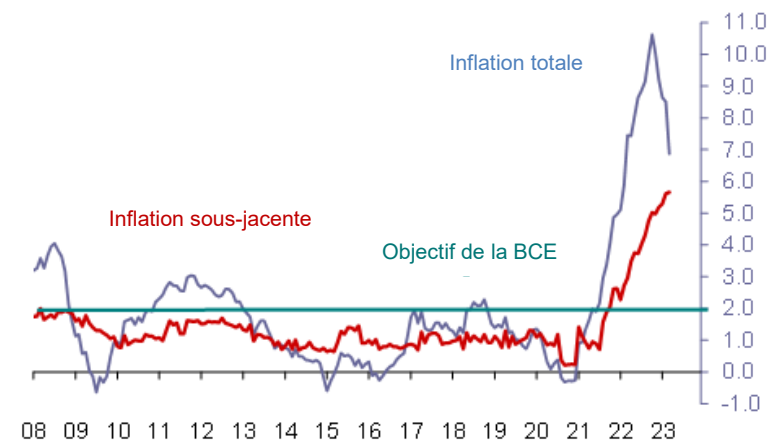
- L'ampleur du ralentissement économique retiendra tout particulièrement l'attention dans les mois à venir, d'autant que l'inflation reste supérieure aux objectifs des banques centrales qui, par conséquent, poursuivront le resserrement monétaire.
- Aux États-Unis, la baisse de l'inflation transparait clairement dans le chiffre global qui, en variation annuelle, est passé de 9,1 % en juin 2022 à 5 % en mars. Par ailleurs, l'inflation totale est revenue en-dessous de l'inflation sous-jacente, qui ressort encore à 5,6 % et dont la décade s'avère très lente, en raison d'une demande finale toujours soutenue.
- En zone euro, le cycle d'inflation accuse quelques mois de retard par rapport aux États-Unis, mais le retournement de l'inflation totale y est tout aussi évident en variation annuelle : après avoir culminé à 10,6 % en octobre 2022, elle est tombée à 6,9 % en mars. Cependant, l'inflation sous-jacente n'a pas encore officiellement atteint son pic en zone euro, s'inscrivant en hausse de 5,7 % en glissement annuel en mars.
- À terme, on scrutera l'évolution aux États-Unis des composantes liées aux coûts du logement qui, le mois dernier, ont montré les premiers signes de ralentissement. S'ils se confirment, l'inflation sous-jacente pourrait baisser plus sensiblement.

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



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

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

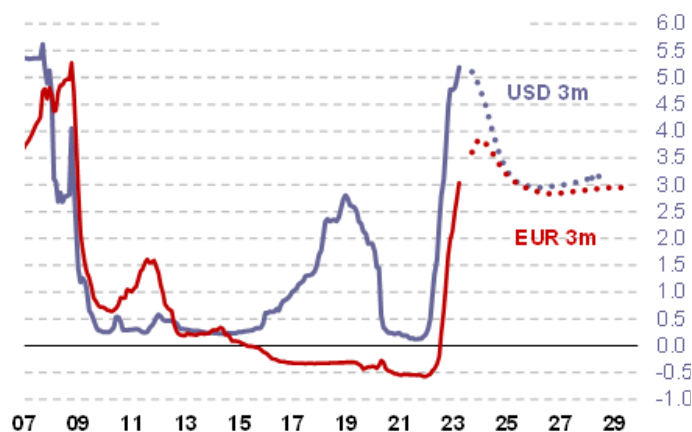


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

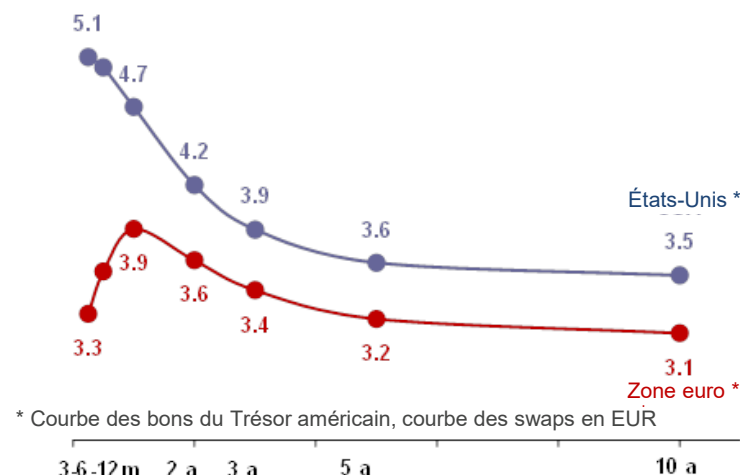
- Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente ne devrait pas tarder à atteindre un pic, étant donné que l'inflation totale recule depuis près de six mois.
- Il est toutefois peu probable que les banques centrales anticipent l'assouplissement de leur politique avant d'observer une consolidation de la baisse de l'inflation, d'autant qu'elles ont montré leur efficacité en évitant une contagion systémique des turbulences bancaires.
- Lorsque les tensions sur le secteur bancaires sont apparues, à la mi-mars, les anticipations du marché concernant le cycle économique sont devenues moins pessimistes, ce qui a permis de relever le niveau terminal des taux directeurs et de reporter le début de la phase de baisse des taux. La Fed devrait relever ses taux de 25 points de base supplémentaires, à 5-5,25 %, puis marquer une pause jusqu'à l'automne. Pour la BCE, le marché prévoit une hausse de 75 points de base d'ici juillet, avec un taux cible pour la facilité de dépôt de 3,75 %.
- En effet, après avoir pris acte de la stabilisation du secteur bancaire, les marchés ont privilégié l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie, plutôt que le scénario d'un ralentissement brutal.
- Les courbes de rendement obligataires sont remontées, bien qu'elles restent en dessous des plus hauts de mars et conservent une pente négative. Les parties courte et intermédiaire offrent des taux de coupons attractifs (portage), tandis que les échéances plus longues assurent une marge de protection importante en cas de ralentissement économique brutal.

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.

Courbes de taux : États-Unis et zone euro



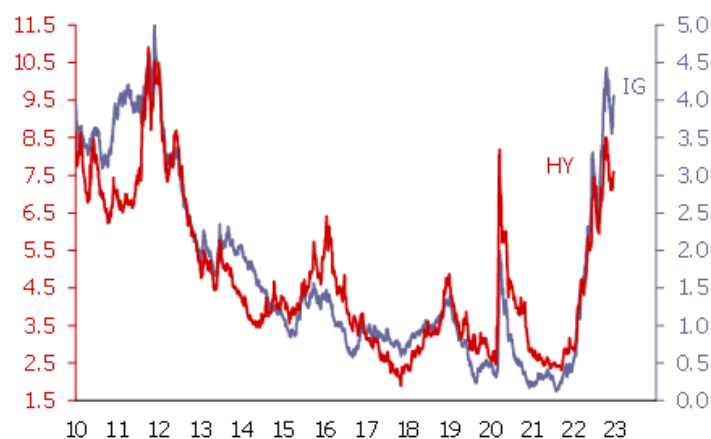
* Courbe des bons du Trésor américain, courbe des swaps en EUR

Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

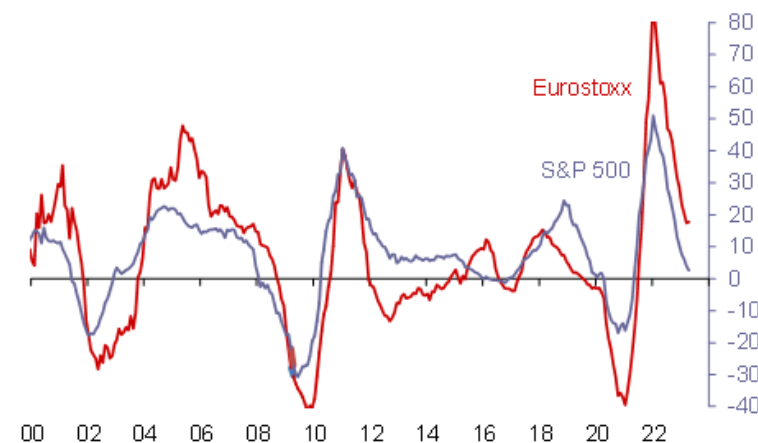
- Profitant de l'atténuation des inquiétudes liées au secteur bancaire et de la robustesse de la croissance économique, les actifs risqués se sont redressés, sans toutefois enregistrer de nouveaux points hauts annuels pour les actions ou de nouveaux plus bas pour les spreads.
- La volatilité des marchés actions a en revanche atteint un nouveau plancher relatif, tombant à son niveau de la fin 2021, avant le tournant restrictif de la Fed. C'est une indication importante qui semblerait montrer que les investisseurs en actions anticipent un ralentissement modéré de l'économie mondiale.
- Cette tendance pourrait être quelque peu prématurée dès lors que le ralentissement des bénéfices ne semble pas encore terminé, tandis que les signes de fléchissement macroéconomique pourraient s'intensifier dans les mois à venir sous l'effet de la restriction du crédit, notamment aux États-Unis, après les tensions bancaires de mars.

Obligations d'entreprises en EUR (rendement à l'échéance)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Croissance annuelle des bénéfices du S&P 500 et de l'Eurostoxx (en %)



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 DIC (Document d'informations clés) 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