



The Globe

La stratégie d'investissement d'Eurizon

23 février 2023

Scénario de référence

ME

Macro-économie

Face à la vigueur inattendue des données macroéconomiques et au ralentissement du rythme de baisse de l'inflation par rapport aux mois précédents, les banques centrales ont réaffirmé leur volonté de maintenir les politiques monétaires en vigueur.

Les contrats à terme sur les Fed Funds anticipent à présent un relèvement des taux de 25 points de base lors des réunions de mars, mai et juin, le taux final des fonds s'établissant entre 5,25 % et 5,50 %.

Pour la BCE, le marché table sur un taux final de 3,75 %, la prochaine hausse de 50 points de base étant attendue le 16 mars.

Le couple inflation – croissance économique continuera de focaliser l'attention des investisseurs.

La phase de décre de l'inflation, liée à la résorption des goulots d'étranglement et à la baisse des prix des matières premières, **est en grande partie terminée (États-Unis) ou se tarit (zone euro). La ténacité de l'inflation est par ailleurs liée à une croissance économique plus solide que prévu**, tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Le redémarrage de l'économie chinoise se confirme. Le pic des contaminations, consécutif à l'abandon de la politique zéro-Covid, a été atteint très rapidement.

- La décre de l'inflation aux États-Unis a ralenti en janvier. Les indicateurs macroéconomiques ont été meilleurs que prévu malgré la forte hausse des taux d'intérêt.
- Les contrats à terme sur le marché monétaire anticipent de nouvelles hausses des taux de la Fed et de la BCE ainsi que des taux finaux plus élevés qu'au début de l'année.

AA

Allocation d'actifs

- Le niveau élevé des taux sur les échéances courtes et intermédiaires conjugué au ralentissement attendu de l'économie à moyen terme rendent les principaux marchés obligataires attrayants.
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes mais pourraient se montrer volatils tant que le cycle de resserrement monétaire des banques centrales ne sera pas achevé.

T

Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands, qui affichent des rendements intéressants sur les échéances courtes et intermédiaires et 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, le contexte semble encore incertain pour la dette *High Yield*. Position neutre sur les obligations souveraines italiennes.

A

Actions

- Les valorisations des marchés actions sont tombées à des niveaux historiquement intéressants, cependant la fin du cycle de resserrement monétaire pourrait attiser la volatilité à court terme.
- Nous avons réduit le positionnement long en procédant à des prises de bénéfices après la forte reprise des derniers mois.

D

Devises

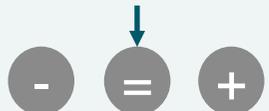
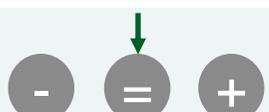
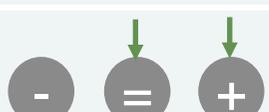
- Le fléchissement du dollar, amorcé depuis la fin de 2022, pourrait marquer une pause tandis que la Fed (et pas seulement la BCE) révisé son objectif de taux à court terme à la hausse.
- Le changement de gouverneur à la tête de la Banque du Japon pourrait soutenir le yen.

Stratégie d'investissement

Notre scénario à moyen terme repose sur l'hypothèse d'un fléchissement progressif de l'inflation sur fond de croissance modérée. Mais dans l'immédiat, la solidité des données macroéconomiques et la baisse relativement lente de l'inflation incitent les banques centrales à poursuivre le resserrement de leurs politiques monétaires. Dans ce contexte, nous adoptons un positionnement directionnel moins prononcé qu'à la fin 2022, en ramenant de surpondérée à neutre l'exposition aux marchés actions, tout en maintenant la surpondération des emprunts d'État américains et allemands. Notre opinion reste neutre sur les spreads dans la zone euro et sur le crédit. L'exposition au dollar est neutre, tandis que nous surpondérons le yen.

CLASSE D'ACTIFS

OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+) POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</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>PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit</p>	 <p>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les obligations à spread. 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>NEUTRE (+)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Notre opinion à l'égard des actions passe de positive à neutre. En termes géographiques, nous maintenons l'ordre de préférence suivant : (1) marchés émergents, (2) États-Unis, Europe, Pacifique hors Japon, (3) Japon.</p>
<p>DEVISES</p>	 <p>NEUTRE sur le DOLLAR (-) POSITIVE sur le YEN (=)</p>	<p>Opinion neutre sur le dollar, positive sur le yen et neutre à l'égard des autres devises. L'exposition au dollar par rapport à l'euro est relevée de négative à neutre ; notre opinion passe de positive à neutre concernant le yen et reste neutre à l'égard des autres devises.</p>

Comparaison des classes d'actifs

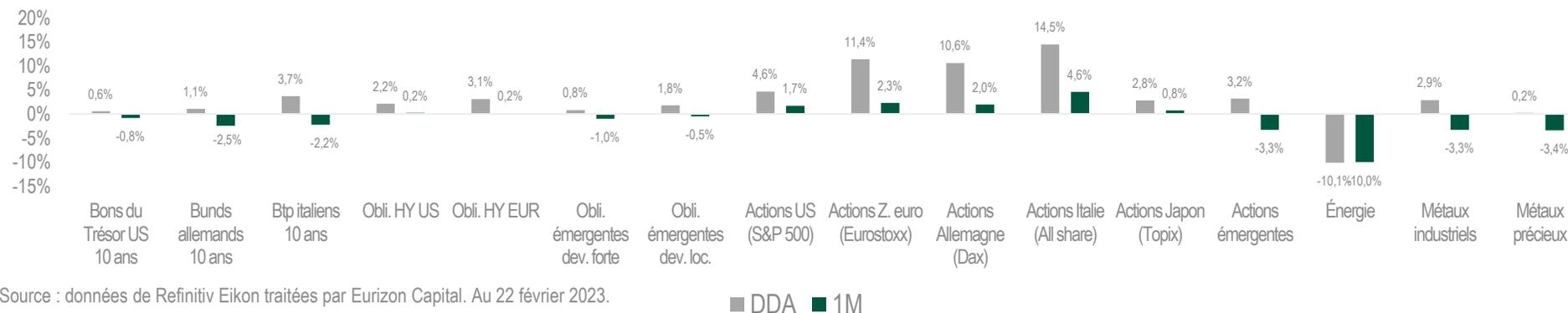
Les taux des emprunts d'État ont augmenté sur toutes les échéances pendant la première quinzaine de février, aux États-Unis comme en Allemagne. La pente de la courbe est nettement négative pour ces deux pays. La hausse des taux *core* s'est reflétée sur les marchés périphériques de la zone euro et sur le crédit, mais dans un contexte de stabilité ou de légère contraction des spreads (190 points de base pour l'Italie). La remontée des taux des emprunts d'État a été bien tolérée par les marchés actions, qui ont poursuivi la reprise amorcée depuis leurs points bas d'octobre au cours de la période. De son côté, le dollar a cessé de s'effriter face à l'euro, s'établissant à 1,06.

Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 22 février 2023.

Comparaison des marchés en euros



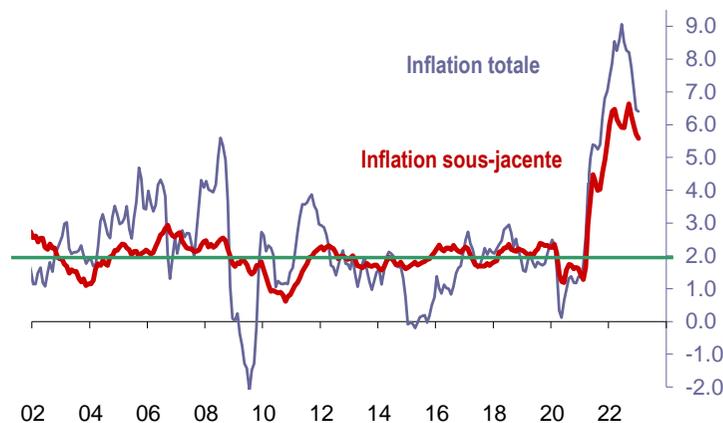
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 22 février 2023.

Le thème du mois

Croissance/inflation : un duo encore préoccupant

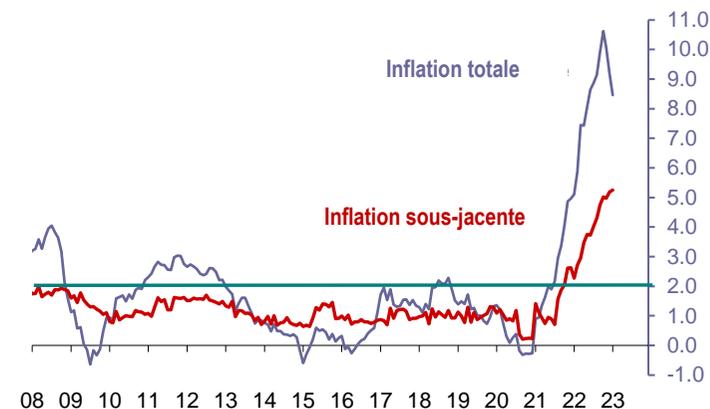
- **Après trois mois de chute verticale, le rythme de baisse de l'inflation américaine a ralenti en janvier**, retenant à nouveau l'attention des investisseurs. Est-ce la fin de la désinflation ? Ou est-ce que tout se passe comme prévu ?
- **Tout se déroule comme prévu, cependant les phénomènes économiques évoluent rarement de façon linéaire** et se caractérisent par une alternance de hauts et de bas indésirables.
- **En ce qui concerne l'inflation aux États-Unis, on peut considérer que la première phase de repli, celle liée à la baisse des matières premières, est achevée.** Le niveau actuel de l'inflation (6,4 % en glissement annuel) comporte une composante sous-jacente encore élevée (5,6 % en variation annuelle) et des composantes non sous-jacentes (alimentation et énergie) dont la baisse a déjà été significative. **Jusqu'à présent, le processus de désinflation a été alimenté par l'inflation non sous-jacente et le plus dur commence maintenant : la composante sous-jacente doit prendre le relais.**
- **La situation est peu ou prou la même en zone euro, mais l'inflation y a atteint son pic plus récemment et part d'un niveau plus élevé qu'aux États-Unis.** Le taux d'inflation actuel (8,5 % en glissement annuel) intègre déjà le retournement de l'inflation non sous-jacente, tandis que les composantes sous-jacentes n'ont pas encore atteint leur pic en variation annuelle (5,2 % actuellement).

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)

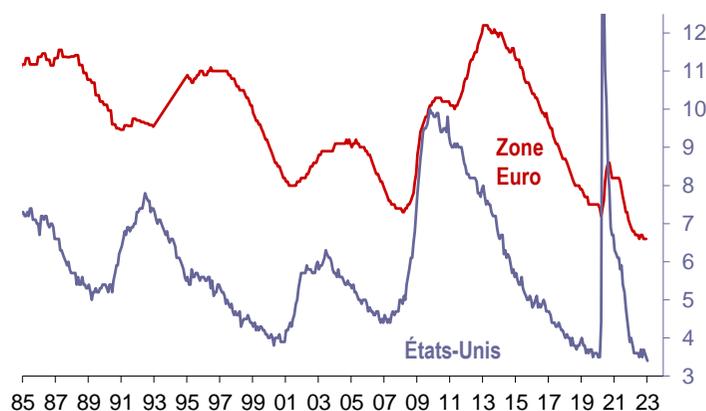


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

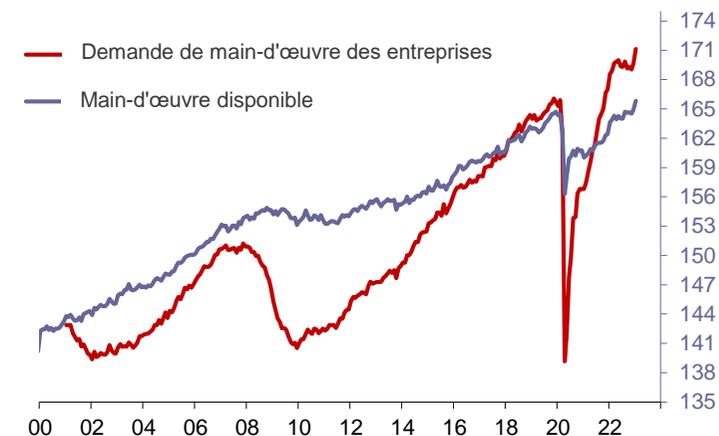
- La résilience de l'activité économique entrave tout recul rapide de l'inflation sous-jacente, malgré le resserrement monétaire promptement mis en œuvre en 2022.
- En effet, les données macroéconomiques ont surpris par leur vigueur, ce qui a non seulement écarté l'hypothèse d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale, mais a également mis en exergue l'excès d'activité économique,
- perceptible en particulier dans la situation de surchauffe des indicateurs du marché du travail. Le taux de chômage est au plus bas aux États-Unis (3,4 % en janvier) et dans la zone euro (6,6 %, selon le dernier chiffre disponible), bien en dessous des niveaux d'avant la crise sanitaire et en-deçà des plus bas des cycles précédents.
- Au moins trois facteurs contribuent à la solidité de la croissance économique : d'une part, l'impact des mesures de relance budgétaire adoptées entre 2020 et 2021 est encore fort. Deuxièmement, le tour de vis monétaire a été important, mais aussi très rapide et ses effets sur le cycle économique ne sont pas encore fait sentir. Enfin, le redémarrage de l'activité en Chine, qui a suivi l'abandon de la politique zéro Covid, soutient l'économie mondiale.

Taux de chômage



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

États-Unis : demande et offre de main d'œuvre

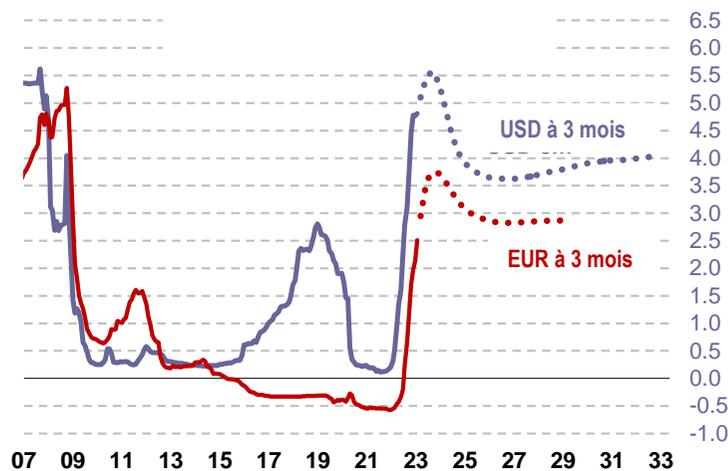


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

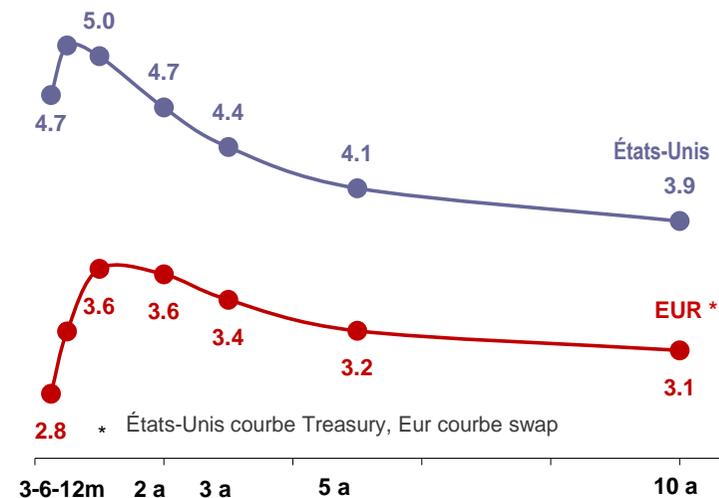
- La lente décline de l'inflation conjuguée à l'exubérance du marché de l'emploi ne permettent pas aux banques centrales de mettre fin au relèvement de leurs taux d'intérêt. Fin 2022, les marchés anticipaient la fin du resserrement des politiques monétaires de la Fed et de la BCE au premier trimestre 2023, tablant sur un niveau final des taux directeurs de 5 % aux États-Unis et de 3,5 % en zone euro.
- Ces dernières semaines, ces anticipations ont été revues à la hausse et l'échéance a été repoussée. Actuellement, le niveau final attendu des taux de la Fed se situe entre 5,25 % et 5,50 % et serait atteint entre juin et juillet. Le taux directeur de la BCE devrait quant à lui s'établir entre 3,5 % et 3,75 % à la fin de l'été.
- Dans ce contexte, les échéances courtes des courbes de taux ont à nouveau connu un ajustement à la hausse au cours des dernières semaines, entraînant partiellement dans leur sillage les taux des échéances plus éloignées.
- L'inversion des courbes obligataires demeure toutefois très marquée, ce qui témoigne de la confiance des investisseurs dans la capacité des banques centrales à contenir l'inflation et à ramener l'activité économique sur un rythme de croissance plus durable.

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

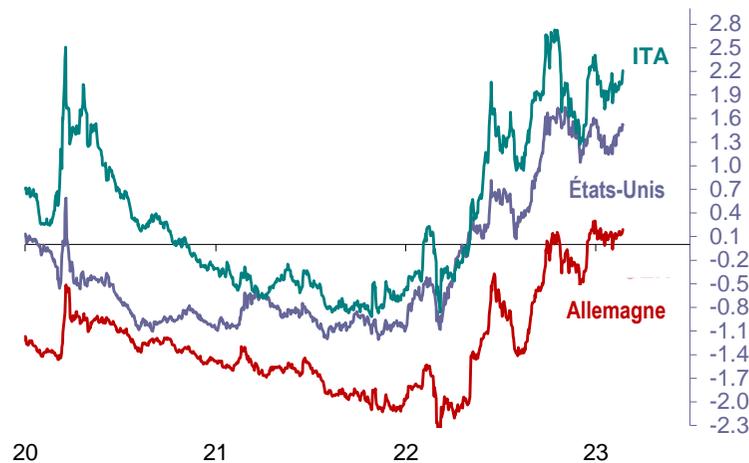


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

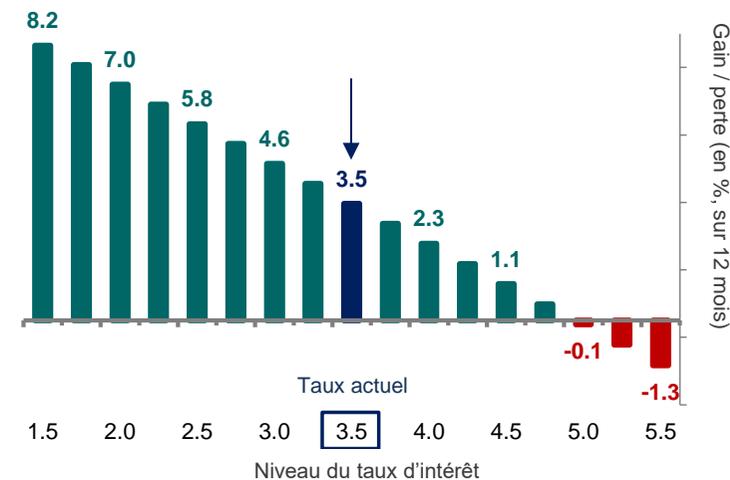
- La réévaluation en cours des anticipations de politique monétaire ne représente cependant pas une répétition du scénario de 2022, mais son achèvement. En outre, **après le fort ajustement de l'an dernier, les marchés obligataires recèlent davantage d'opportunités que de risques.**
- **Les rendements réels des titres *indexés sur l'inflation* sont redevenus positifs aux États-Unis et dans la zone euro** ; outre une diversification nécessaire et hors incidence de la volatilité à court terme, ces titres **offrent une opportunité intéressante de rémunération réelle des portefeuilles.**
- Au niveau des taux nominaux, malgré l'inversion marquée des courbes, **les titres d'échéance longue assurent une marge de protection des portefeuilles importante en cas de résurgence du risque de ralentissement brutal de l'économie.**
- **Les échéances courtes et intermédiaires, aux niveaux actuels des taux à terme, sont en mesure de surmonter une nouvelle réévaluation de la politique monétaire**, ce qui représente une différence notable par rapport à l'année dernière, lorsque les taux des coupons étaient nuls, voire négatifs.

Titres indexés sur l'inflation : taux de rendement réel à 10 ans



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Gains/pertes du marché obligataire en euro - échéances entre 1 et 5 ans (emprunts d'État + IG)



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