



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

30 mai 2023

Scénario de référence

Au niveau macroéconomique, l'inflation diminue lentement et la croissance ralentit mais demeure positive.

Le recul de l'inflation résulte principalement de la baisse des prix de l'énergie, alors que dans les composantes sous-jacentes, les prix continuent d'augmenter plus fortement qu'avant la crise sanitaire. Par ailleurs, même si l'activité économique marque le pas, elle suffit à maintenir l'expansion du marché du travail.

Si la trajectoire baissière de l'inflation est de nature à rassurer les Banques Centrales, la lenteur de la baisse et la solidité de la croissance économique incitent encore à la prudence en matière de taux.

Sur le marché monétaire, le consensus hésite entre deux scénarios : une pause de la Fed jusqu'à la fin de l'année ou une ultime hausse de 25 points de base entre juin et juillet. Concernant la BCE, le marché monétaire anticipe deux hausses de 25 points de base en juin et juillet, suivies d'une pause d'observation. Ces anticipations sont compatibles avec un ralentissement en douceur de l'économie et devront être confirmées à l'aune des prochaines statistiques en matière d'inflation et de croissance.

Actuellement, la Chine ne suscite que peu d'attention ; la reprise de l'activité consécutif à l'abandon de la politique zéro-Covid se confirme, sans toutefois reproduire les excès observés aux États-Unis et dans la zone euro. C'est également le cas de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, dont l'impact sur les prix de l'énergie s'est réduit depuis longtemps.

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 le resserrement de la politique monétaire de la Fed est achevé et que celui de la BCE prendra fin d'ici juillet.

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

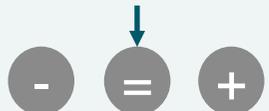
- Le retard du cycle d'inflation dans la zone euro par rapport aux États-Unis peut prolonger le resserrement de la politique monétaire de la BCE par rapport à la Fed, soutenant l'euro face au dollar.
- Les incertitudes du scénario et le changement de gouverneur à la tête de la Banque du Japon peuvent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

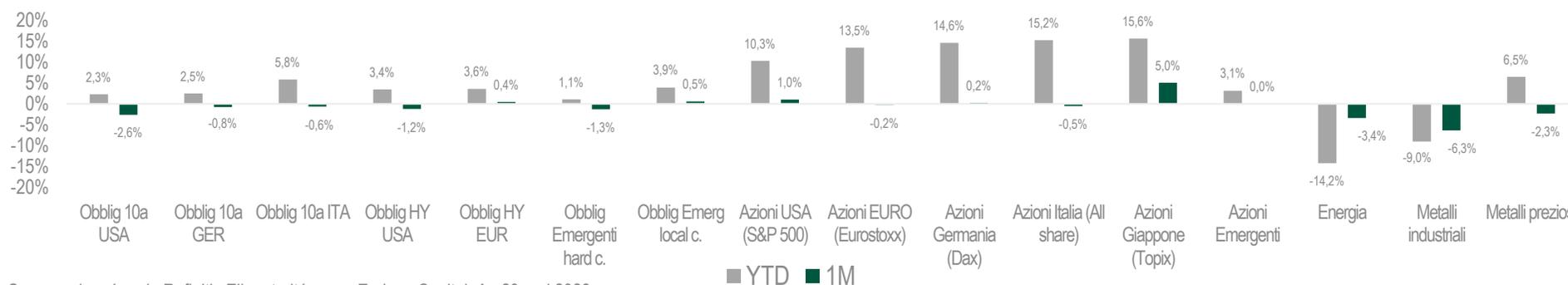
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>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 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>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>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. Nous augmentons la pondération des actions européennes au détriment des marchés émergents. Notre ordre de préférence est désormais : (1) Europe, (2) États-Unis, Japon et Pacifique hors Japon, (3) Marchés émergents.</p>
<p>DEVICES</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 maintenons la sous-pondération du dollar et la surpondération du yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.</p>

Comparaison des classes d'actifs

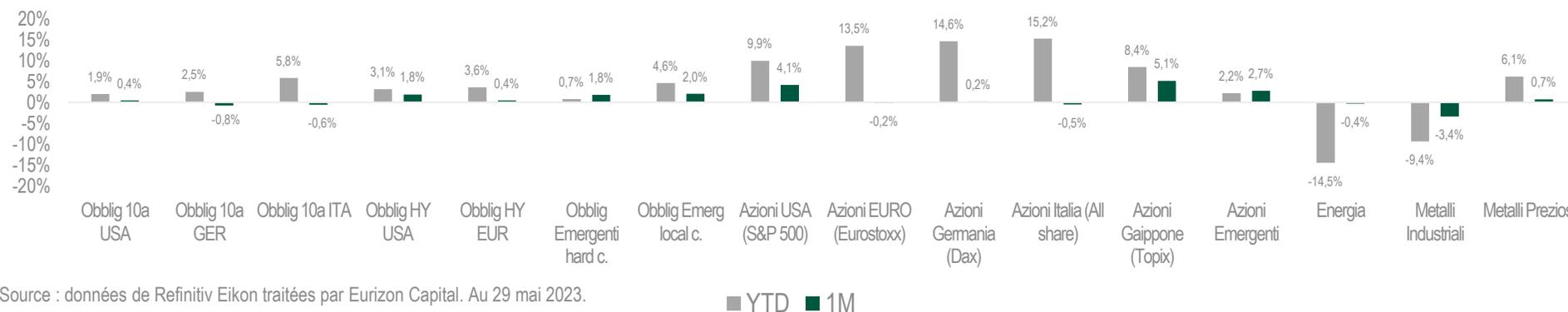
Les taux des emprunts d'État sont remontés en mai, notamment aux États-Unis sur les échéances courtes. Les taux à terme demeurent toutefois en-deçà de leurs points hauts de début mars sur toutes les échéances, tandis que l'inversion des courbes aux États-Unis et en Allemagne perdure. Les spreads ont peu évolué en zone euro ainsi que sur les marchés du crédit. Les places boursières ont clôturé le mois dans le vert, proches de leurs plus hauts annuels. Le dollar américain s'est raffermi face à l'euro, à 1,07.

Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 29 mai 2023.

Comparaison des marchés en euros



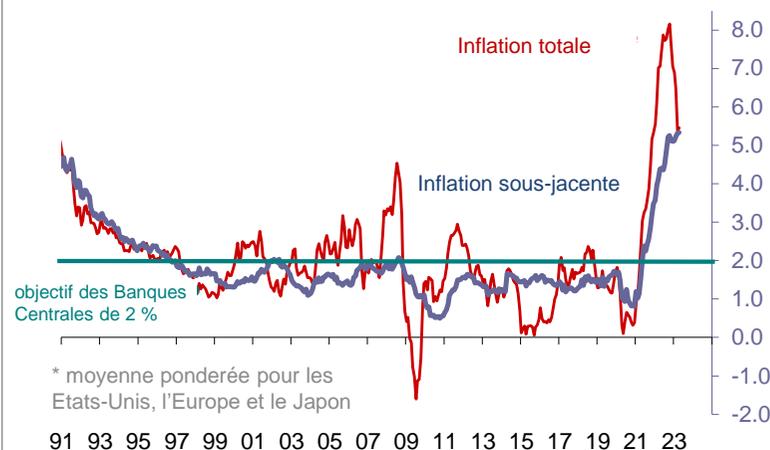
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 29 mai 2023.

Le thème du mois

La voie étroite du ralentissement en douceur

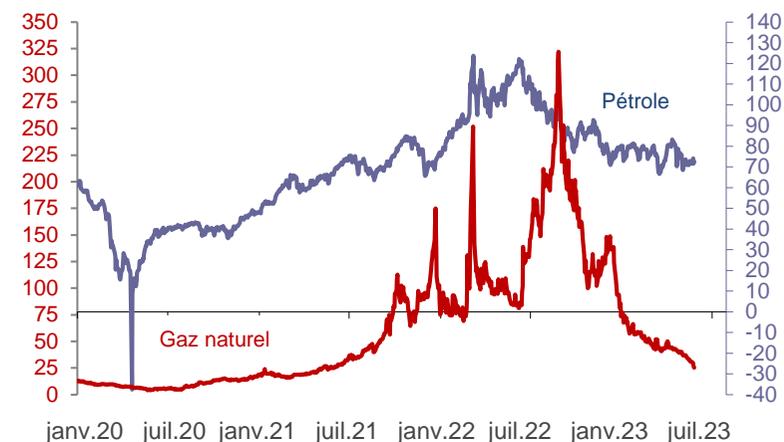
- L'inflation demeure la variable centrale du scénario macroéconomique.
- L'inflexion de la trajectoire des prix est évidente : l'inflation ressortait à 10,6 % dans la zone euro en octobre et s'établit aujourd'hui à 7,0 % ; elle atteignait 9,1 % aux États-Unis en juin 2022 et est ressortie à 4,9 % en avril (dernier chiffre disponible). Pour autant, **le processus de normalisation ne saurait être considéré comme achevé**, car le niveau reste nettement supérieur au chiffre de 2 % jugé idéal par les Banques Centrales, et le recul est presque exclusivement dû à la baisse des prix des matières premières, tandis que les composantes sous-jacentes restent sous pression.
- Le scénario le plus probable est que la modération des prix à la source, l'énergie en particulier, va progressivement ralentir les autres composantes, mais **le processus de désinflation demande du temps, d'autant que l'activité économique est encore en expansion**, ce qui permet aux secteurs ayant subi des hausses de prix au cours de l'année écoulée de continuer à les répercuter en aval.
- **Il est surtout rassurant de noter que l'inflation à la source, celle des matières premières, s'est tarie depuis quelques mois.** Ce dont attestent le prix du pétrole, qui évolue entre 70 et 80 dollars depuis plusieurs mois, et le prix du gaz naturel qui est bas et continue de chuter.

Inflation dans les Pays développés*



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Prix du pétrole et du gaz naturel

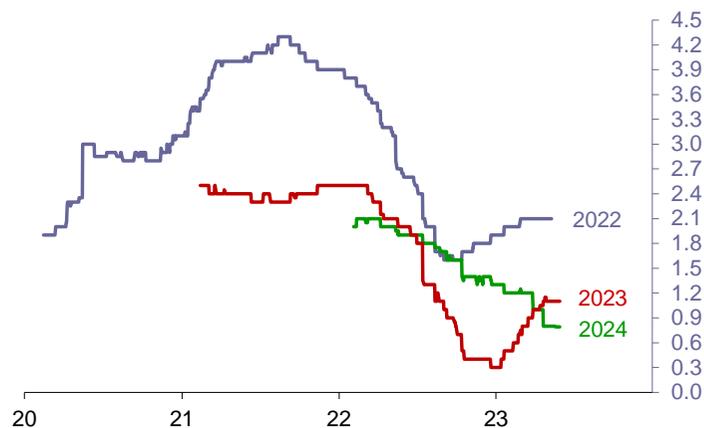


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

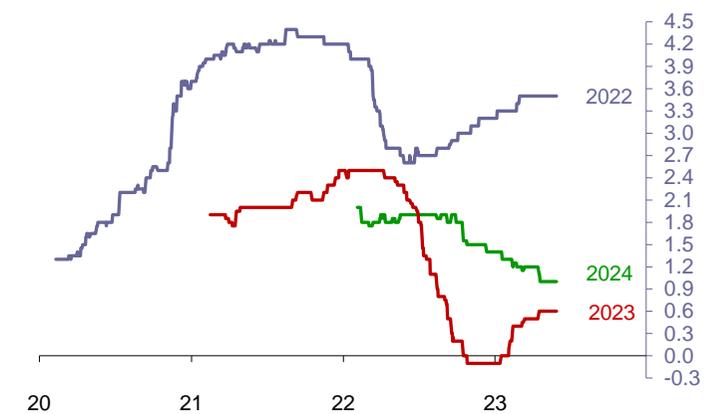
- Heureusement, ou malheureusement, la croissance économique résiste remarquablement bien au vigoureux resserrement des politiques monétaires engagé l'an dernier.
- « Heureusement » car nul ne souhaite une récession. « Malheureusement » parce qu'avec un ralentissement un peu plus marqué de l'activité économique, la flambée des prix serait finie depuis longtemps, avec toutes les conséquences bénéfiques sur la politique des Banques Centrales. Ainsi, la voie du ralentissement en douceur (*atterrissage en douceur*) est étroite entre une économie en surchauffe d'un côté et le risque de récession (*atterrissage brutal*) de l'autre.
- Les données publiées ces derniers mois suggèrent cependant qu'un atterrissage en douceur est possible. Pour les États-Unis comme pour la zone euro, les prévisions de croissance pour 2023, tombées à zéro à la fin de 2022, ont été systématiquement revues à la hausse depuis le début de l'année.
- Entre atterrissage en douceur et atterrissage brutal, la question ne devrait pas être tranchée avant un certain temps. Après les turbulences bancaires de la mi-mars, la restriction du crédit s'ajoute à la restriction monétaire aux États-Unis, tandis qu'en zone euro, la BCE n'est pas encore arrivée au terme de son action. Dans ce contexte, le risque d'un ralentissement brutal n'est pas écarté des prévisions, mais seulement repoussé jusqu'à ce que les Banques Centrales déclarent que le combat contre l'inflation est gagné.

États-Unis: croissance du PIB 2022 - 2024 – estimations du consensus



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Zone euro: croissance du PIB 2022 - 2024 – estimations du consensus

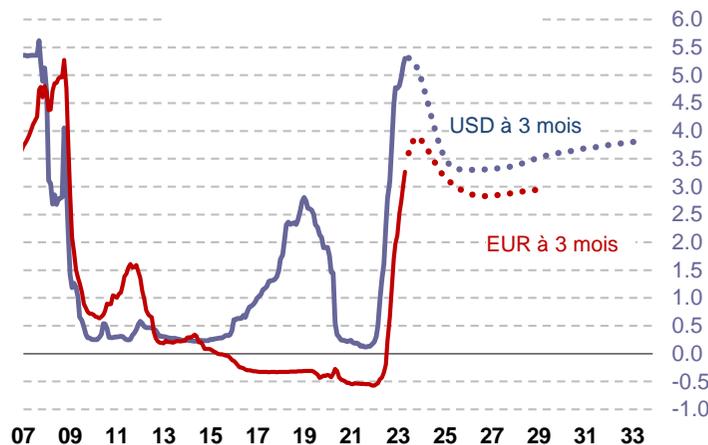


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

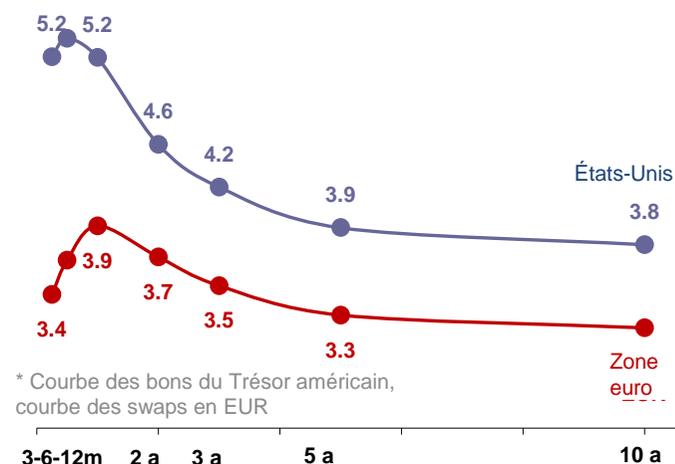
- Les anticipations de politique monétaire reflètent cet environnement encore mal défini. **Les Banques Centrales considèrent que la lutte contre l'inflation est en bonne voie, mais pas achevée.**
- Outre-Atlantique, alors que les taux des fonds fédéraux dépassent déjà 5 %, **le consensus hésite entre une pause de la Fed jusqu'à la fin de l'année et un ultime relèvement de 25 points de base en juin ou en juillet.** Pour 2024, les contrats à terme anticipent une baisse des taux à 3 %, une normalisation qui résulterait d'une inflation désormais sous contrôle. **Pour la BCE, le marché table sur deux hausses de 25 points de base, puis quelques mois de pause et une année 2024 également sous le signe de la normalisation.**
- La forme des courbes de rendement obligataires reflète également cette interprétation. **Les taux à court et moyen terme se situent aux niveaux auxquels le marché monétaire anticipe la fin des politiques restrictives, aux alentours de 5 % aux États-Unis et de 4 % dans la zone euro.** Les taux des échéances les plus lointaines, inférieurs à ceux des échéances courtes, intègrent la normalisation des taux de la politique monétaire en 2024, une fois l'inflation vaincue.
- Du point de vue de l'investisseur, **les parties courte et intermédiaire des courbes obligataires permettent d'obtenir des rendements à l'échéance largement positifs avec une volatilité relativement faible.** Les échéances lointaines présentent un potentiel de baisse des taux important (gain en capital) en cas de brusque ralentissement de l'économie.

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



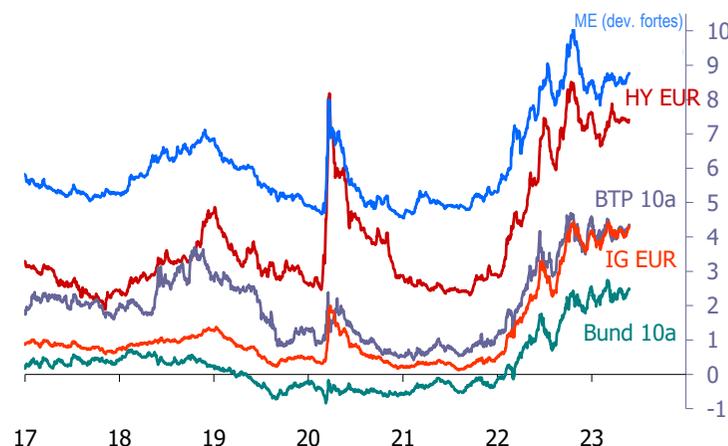
* Courbe des bons du Trésor américain, courbe des swaps en EUR

Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

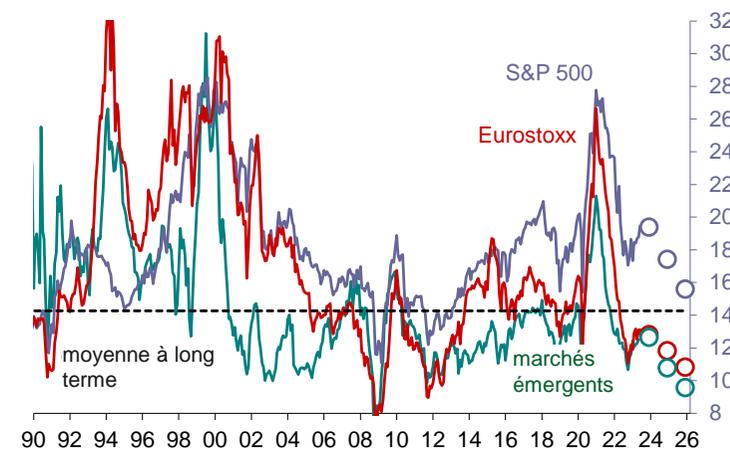
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes dans un contexte macroéconomique encore incertain, susceptible de raviver la volatilité.
- Dans le segment des obligations d'entreprises, les titres de qualité Investment Grade présentent un profil risque-rendement attrayant avec des taux à terme historiquement élevés et des spreads qui intègrent déjà un certain degré de ralentissement économique. En cas de scénario macroéconomique défavorable, les obligations High Yield seraient en revanche soumises à un risque de volatilité élevé. Sur les marchés du crédit, il convient de s'intéresser aux obligations émises dans les pays émergents dont les Banques Centrales ont fortement relevé leurs taux d'intérêt, avant la Fed et la BCE, et disposent à présent d'une marge de manœuvre en cas de ralentissement brutal de l'économie.
- S'agissant des actions, les valorisations absolues (ratio cours/bénéfices) et relatives (prime de risque par rapport aux emprunts d'État) sont à des niveaux historiquement attrayants et compatibles avec des objectifs de rendement à moyen terme conformes aux moyennes historiques. La poursuite éventuelle du resserrement monétaire ou, au contraire, un ralentissement brutal de l'économie pourrait toutefois raviver la volatilité, qui s'est récemment atténuée dans la perspective d'un atterrissage en douceur de l'économie.

Comparaison des titres à spread (rendement à l'échéance)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Un indicateur de la valorisation des marchés actions: le PER (ratio cours/bénéfices)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

- **Le contexte de surchauffe de l'économie, à savoir la sortie rapide et inflationniste de la récession engendrée par l'épidémie de Covid, a favorisé l'appréciation du dollar en 2021 et 2022.**

Deux raisons à cela : la Fed a été celle parmi les Banques des pays développés qui a ouvert la voie à la hausse des taux d'intérêt ; en second lieu, l'incertitude suscitée par la flambée de l'inflation a renforcé le statut de valeur refuge du dollar.

- **Dès que la surchauffe a semblé décliner à la fin 2022, le dollar a perdu de sa superbe, même si la devise américaine a cessé de perdre du terrain dernièrement.**

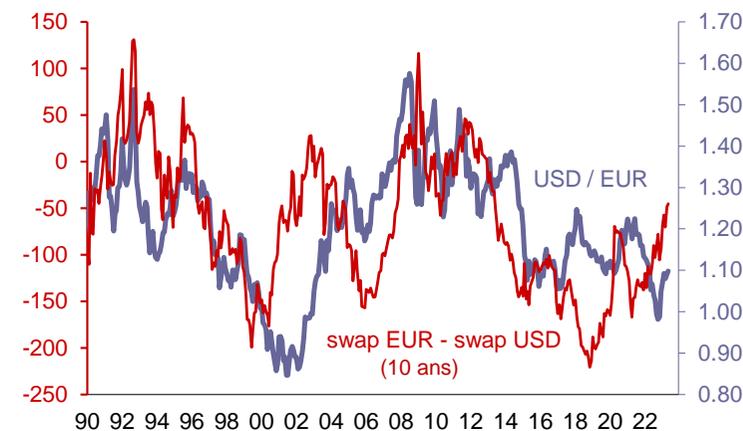
- **Dans l'hypothèse privilégiée**, qui est celle d'un reflux progressif de l'inflation et d'un ralentissement ordonné de l'économie, **le dollar devrait à nouveau se replier à la faveur de l'atténuation des incertitudes**. D'autre part, **le dollar pourrait également fléchir dans le scénario alternatif d'un atterrissage brutal**, dans lequel la Fed pourrait décider à un moment donné de baisser ses taux plus tôt et plus rapidement que les autres Banques, en utilisant la faiblesse du billet vert comme facteur de soutien à son économie.

Indice du dollar



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Taux de change dollar/euro et différentiel de taux



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