



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

26 octobre 2022

Scénario de référence

L'inflation a de nouveau progressé dans la zone euro en septembre, à 9,9 % (inflation sous-jacente : 4,8 %), et est encore ressortie supérieure aux attentes aux États-Unis, à 8,2 % (inflation sous-jacente : 6,6 %).

Dans le détail, on note un **ralentissement des composantes qui avaient alimenté initialement la flambée des prix, néanmoins les effets de second tour persistent**, les secteurs ayant connu des hausses de prix les répercutant sur les secteurs en aval.

En revanche, les indicateurs de l'activité économique, bien qu'en repli, résistent mieux que prévu.

Dans ce contexte, les investisseurs s'attendent à ce que la **Fed et la BCE relèvent leurs taux de 150 à 200 points de base supplémentaires d'ici le printemps 2023**. D'ici là, il est fort probable que la **modération de l'inflation sera plus clairement perceptible et que l'activité économique aura encore ralenti**.

Dans la zone euro, l'attention se focalise sur les mesures visant à lutter contre les effets du renchérissement de l'énergie. Une réponse politique coordonnée est recherchée, mais, comme d'habitude, cela prendra un certain temps.

Le Congrès du Parti communiste chinois a confirmé le maintien de la stratégie « zéro Covid » de même que la politique économique dirigiste mise en œuvre depuis l'an dernier. Le rebond de l'économie chinoise va se poursuivre après les confinements de ces derniers mois, mais des mesures de relance de grande envergure semblent peu probables.

ME

Macro-économie

- L'inflation reste élevée, mais les composantes qui avaient initialement augmenté montrent des signes de ralentissement. L'économie mondiale résiste à la remontée des taux d'intérêt jusqu'à présent.
- Selon les anticipations fondées sur les contrats à terme, le taux de la Fed devrait culminer au-dessus de 5 % au printemps (contre 3 % actuellement). En ce qui concerne la BCE, le marché s'attend à voir le taux grimper à plus de 3 % (1,5 % actuellement)

AA

Allocation d'actifs

- Des signes de reflux de l'inflation et/ou de ralentissement macroéconomique devraient apparaître à l'automne, ce qui favoriserait la stabilisation des taux à moyen et long terme.
- *Nous maintenons la surpondération des emprunts d'État américains et allemands* ainsi que le positionnement neutre sur les spreads, le crédit et les actions.

T

Produits de taux

- Maintien de la surpondération des emprunts d'État américains et allemands, qui pourraient profiter à la fois du reflux de l'inflation et du ralentissement cyclique.
- Sur les marchés du crédit, nous privilégions les obligations de qualité *Investment Grade*. En revanche, le contexte semble encore incertain pour la dette *High Yield* et émergente. Positionnement neutre sur les obligations souveraines italiennes.

A

Actions

- Les valorisations des actions sont tombées à des niveaux historiquement intéressants, mais les marchés pourraient rester volatils en cas de ralentissement marqué de l'économie. Toutefois, un rebond ne tarderait pas en cas de signes de reflux de l'inflation.

D

Devises

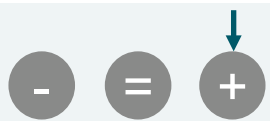

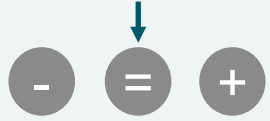
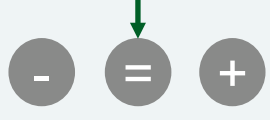
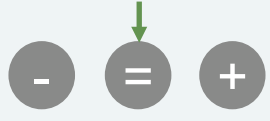
- Le tournant restrictif de la Fed semble largement pris en compte dans le cours du dollar, dont la hausse depuis 2021 pourrait s'achever. Il est cependant indispensable que la crise énergétique s'atténue pour que l'euro se redresse.

Stratégie d'investissement

Le scénario de référence prévoit de nouveaux relèvements de taux des banques centrales, dans l'attente de signes convaincants de fléchissement de l'inflation. La poursuite du resserrement des politiques monétaires se traduira par une révision à la baisse continue des perspectives de croissance économique. Dans ce contexte, les taux à moyen et long terme devraient se stabiliser, voire baisser, toutefois l'incertitude quant à la robustesse du cycle pourrait entraver le rebond des actifs risqués.

CLASSE D'ACTIFS

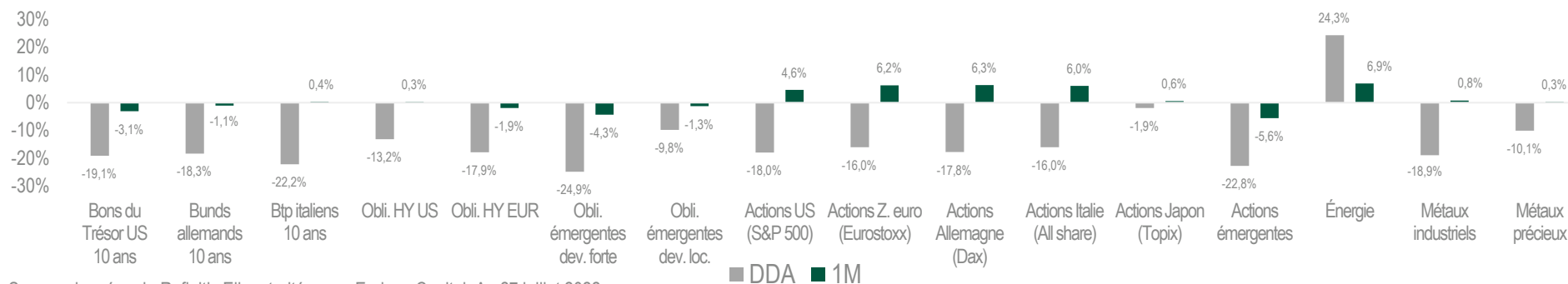
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+) POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</p>  <p>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</p>	<p>Opinion positive sur la duration 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>NEUTRE (=)</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>, (2) marchés émergents, (3) <i>High Yield</i>.</p>
<p>ACTIONS</p>	 <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Nous gardons une opinion neutre sur les actions, compte tenu du risque de nouvelle révision à la baisse des prévisions de croissance à mesure que les banques centrales resserrent leurs politiques. Nous n'avons pas de préférence entre les différentes zones géographiques. Sur les marchés émergents, nous abaissons de positive à neutre notre opinion sur l'indice MSCI China.</p>
<p>DEVISES</p>	 <p>NEUTRE SUR LE YEN (=) NEUTRE sur le DOLLAR (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les monnaies face à l'euro. Notre opinion reste neutre sur les monnaies face à l'euro.</p>

Comparaison des classes d'actifs

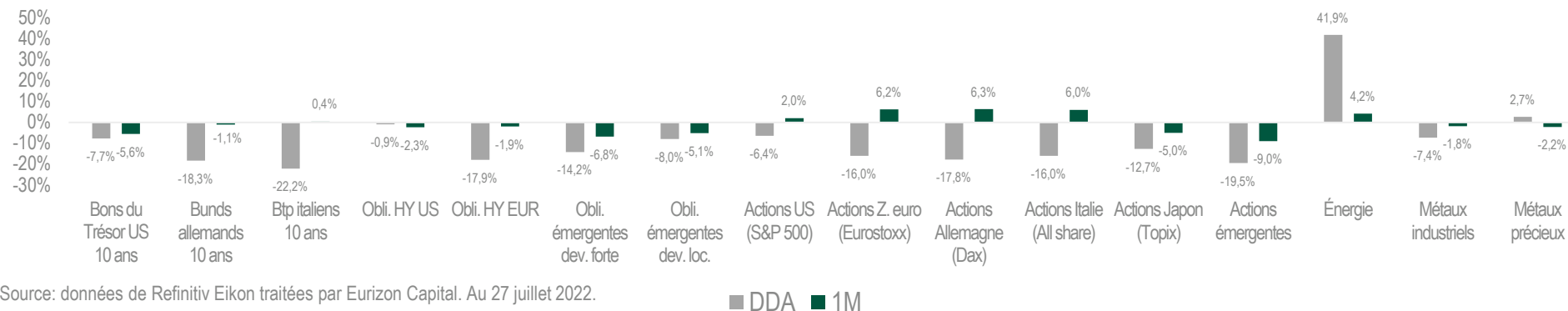
Trajectoire ascendante des taux souverains. Inversion encore marquée de la courbe américaine, le taux à 2 ans s'établissant à 4,6 % et le taux à 10 ans à 4,2 %. En Allemagne, ces taux sont respectivement de 2 % (2 ans) et 2,4 % (10 ans). Les spreads se creusent légèrement dans la zone euro (230 points de base pour l'Italie) et de façon plus prononcée dans les segments *Investment Grade*, *High Yield* et sur les marchés émergents. Bilan négatif pour les Bourses, qui se maintiennent au-dessus des plus bas de juin.

Comparaison des marchés en devise locale



Source: données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 juillet 2022.

Comparaison des marchés en euros



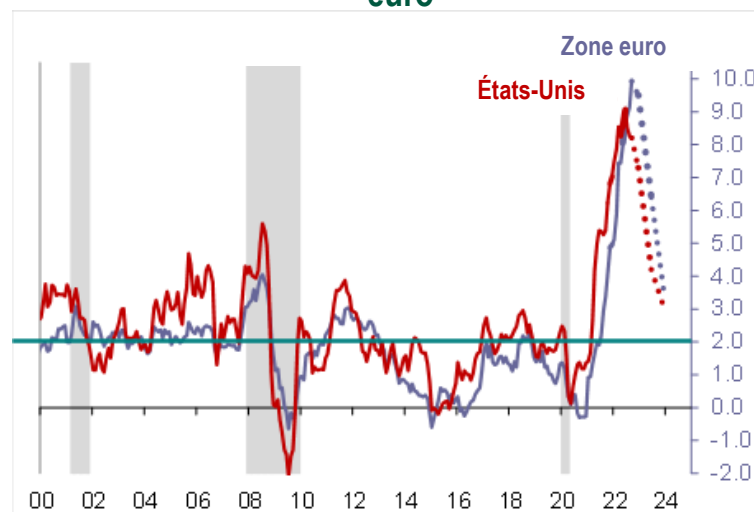
Source: données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 juillet 2022.

Le thème du mois

La crise de l'inflation est intégrée dans les cours

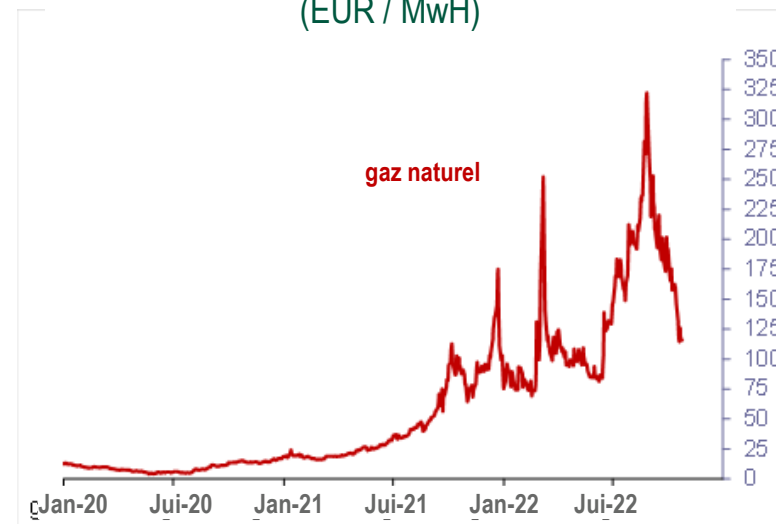
- L'inflation a continué de grimper dans la zone euro en septembre, à 9,9 % (inflation sous-jacente : 4,8 %), et est encore ressortie supérieure aux attentes aux États-Unis, à 8,2 % (inflation sous-jacente : 6,6 %).
- Dans le détail, on note cependant un **ralentissement des composantes à l'origine de la flambée des prix, en particulier aux États-Unis**. Les pressions sur les systèmes de production et de distribution engendrées par le redémarrage post-Covid se dissipent, **comme le montre le recul des coûts du fret international**.
- **Les prix des matières premières baissent également**. Les métaux industriels ont atteint leur plus haut niveau en mars, le pétrole en juin, et, plus récemment, le gaz naturel a commencé à baisser.
- **En revanche, les effets de « second tour » perdurent**. Ainsi, les secteurs qui ont connu des hausses de prix les répercutent sur les secteurs en aval. **Dès lors, de fortes tensions subsistent sur l'inflation sous-jacente, en particulier dans les services et, aux États-Unis, sur les loyers**.
- À terme, **ces composantes vont également décélérer**, mais le processus pourrait être lent et non linéaire.

Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Prix du gaz naturel en Europe (EUR / MWh)

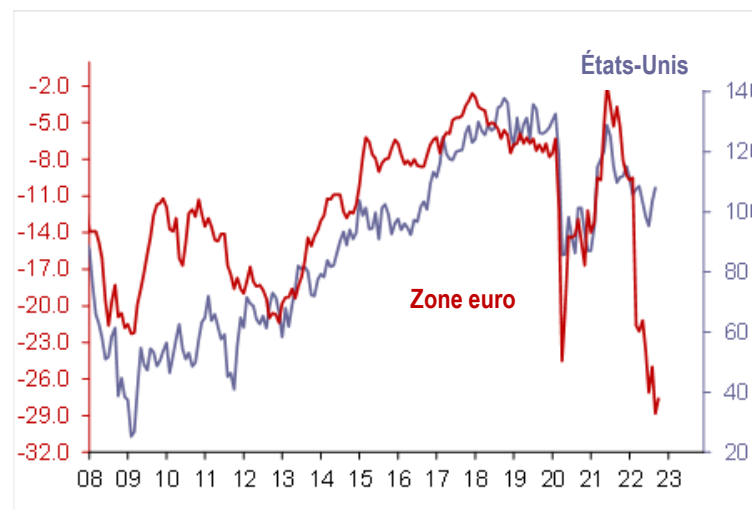


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

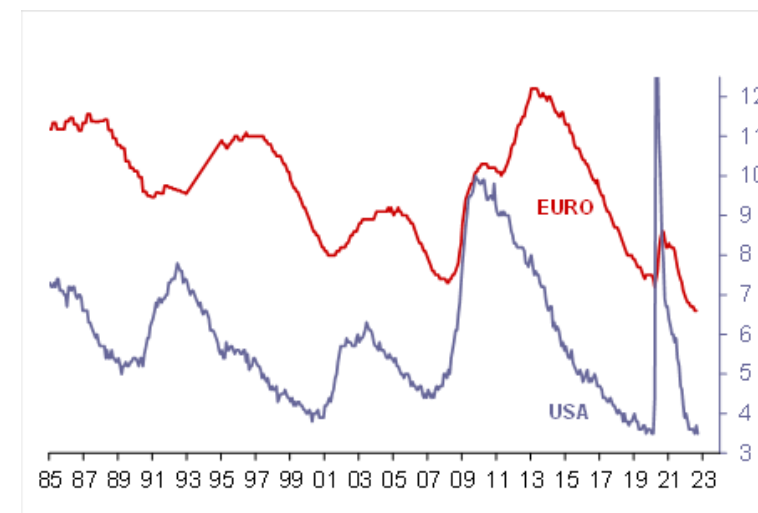
- En revanche, **les indicateurs de l'activité économique, bien qu'en repli, résistent mieux que prévu**, malgré le durcissement sensible des conditions monétaires.
- **La confiance des entreprises, en baisse depuis le début de 2021**, est encore compatible avec une expansion de l'activité aux États-Unis, alors qu'elle entre en phase de contraction dans la zone euro, où les répercussions de la guerre se font sentir plus directement.
- Les enquêtes de confiance des ménages montrent une tendance similaire. En recul depuis plusieurs mois aux États-Unis, elle a rebondi récemment à la faveur de la baisse du prix de l'essence.
- **Dans la zone euro, la confiance des consommateurs est à son plus bas niveau** depuis plusieurs années, et même en-dessous des niveaux enregistrés pendant la crise sanitaire. Le pessimisme des consommateurs européens reflète certes le rebond de l'inflation, mais il est probablement amplifié par l'impact émotionnel d'une guerre aux frontières.
- Le pessimisme des consommateurs contraste avec un taux de chômage au plus bas. Or c'est précisément la situation de plein emploi sur le marché du travail qui sous-tend les décisions de la Fed et de la BCE visant à éviter que ne s'amorce le cercle vicieux inflation-salaire.

Enquêtes de confiance des consommateurs



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Taux de chômage

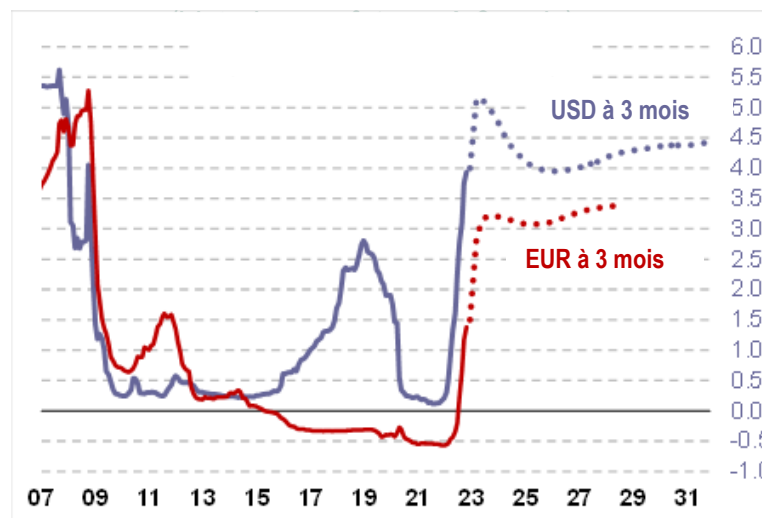


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

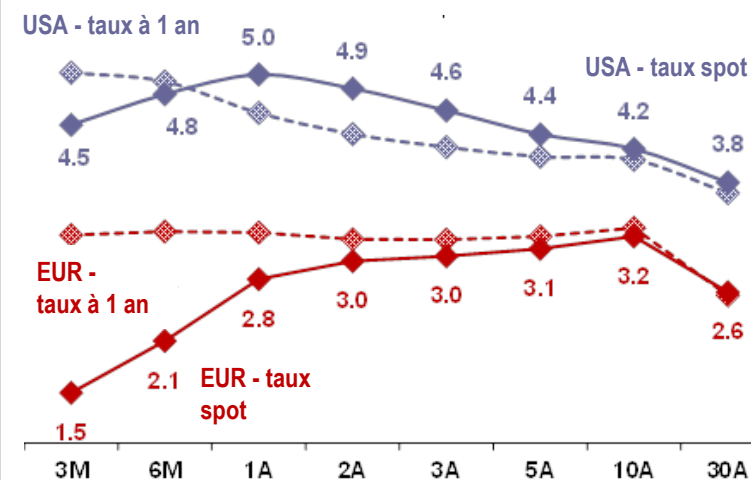
- Aux États-Unis, le taux des *Fed Funds* devrait culminer au-dessus de 5 % (contre 3 % -3,25 % actuellement) au début de 2023. S'agissant de la BCE, le marché s'attend à voir le taux grimper à plus de 3 % (contre 1,5 % actuellement).
- Ces anticipations sont déjà largement reflétées par les marchés à travers l'aplatissement (zone euro) ou l'inversion (États-Unis) des courbes. La prise en compte du resserrement de la politique monétaire est également perceptible dans les courbes des taux d'intérêt à terme : la courbe à un an exhibe des taux courts à 5 % aux États-Unis et au-dessus de 3 % dans la zone euro.
- À ce niveau, les marchés obligataires semblent attractifs. En effet, aux niveaux des taux à terme actuels, les coupons payés par les titres à court et moyen terme (jusqu'à 4-5 ans) sont en mesure de compenser tout ou partie de l'impact d'une éventuelle nouvelle hausse des taux.
- Il est par ailleurs probable que les anticipations de politique monétaire soient proches du pic. Le marché prévoit le maintien des politiques restrictives jusqu'aux premiers mois de 2023. Selon toute probabilité, la modération de l'inflation sera alors plus clairement perceptible et l'activité économique aura encore ralenti. Ces deux éléments pourraient favoriser une stabilisation, voire une décline, des taux obligataires.

Taux à 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

États-Unis et zone euro : courbes des taux spot et à terme à 1 an



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

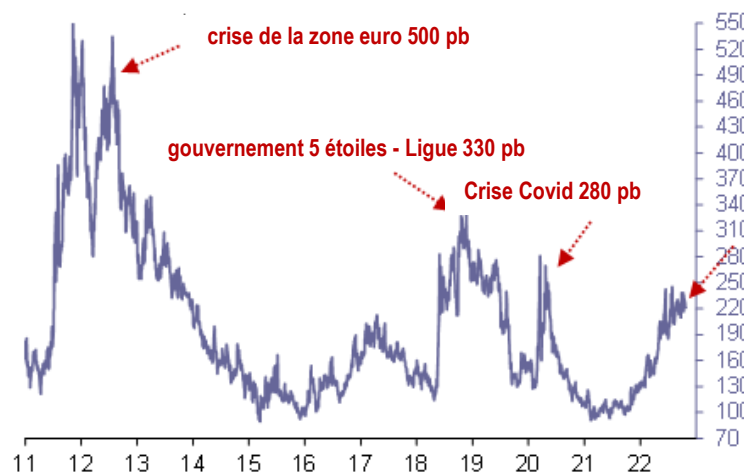
Le thème du mois (suite)

- Sur les marchés du crédit, l'augmentation des primes de risque par rapport aux taux d'intérêt « core » (États-Unis et Allemagne) semble intégrer dans une large mesure les risques de ralentissement de l'activité économique. Il est toutefois à noter qu'en dépit de leur élargissement, les spreads ne sont pas à des niveaux extrêmes.

- Le spread entre l'Italie et l'Allemagne, à 230 points de base, est en-deçà des pics atteints durant la crise du Covid (280 points de base) ou en 2018 lors du bras de fer avec la Commission européenne concernant le projet de budget (330 points de base). Le nouveau gouvernement agit avec circonspection pour éviter une situation similaire. Toutefois, une contraction importante du spread nécessiterait une nette amélioration des perspectives macroéconomiques ou le retour à une posture accommodante de la BCE. Les deux hypothèses semblent peu probables dans l'immédiat.

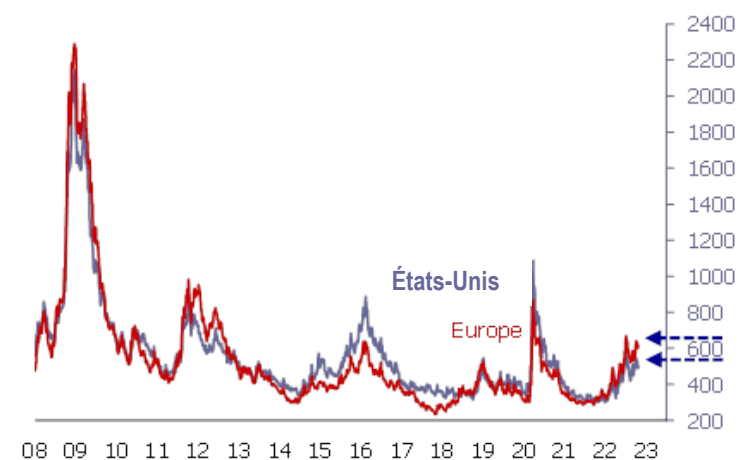
- Des considérations similaires s'appliquent aux autres marchés du crédit. Les obligations Investment Grade sont celles dont les spreads sont les plus proches de niveaux extrêmes : en euros, 220 points de base actuellement, 240 pendant la crise du Covid. Les spreads des obligations High Yield sont élevés (en euros, 620 points de base actuellement), mais moins que durant la crise du Covid (840). Sur les marchés émergents, le spread s'élève à présent à 580 points de base contre 700 pendant la crise sanitaire.

Spread Italie-Allemagne, taux à 10 ans



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Obligations d'entreprises High Yield (spread par rapport aux emprunts d'État, en points de base)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

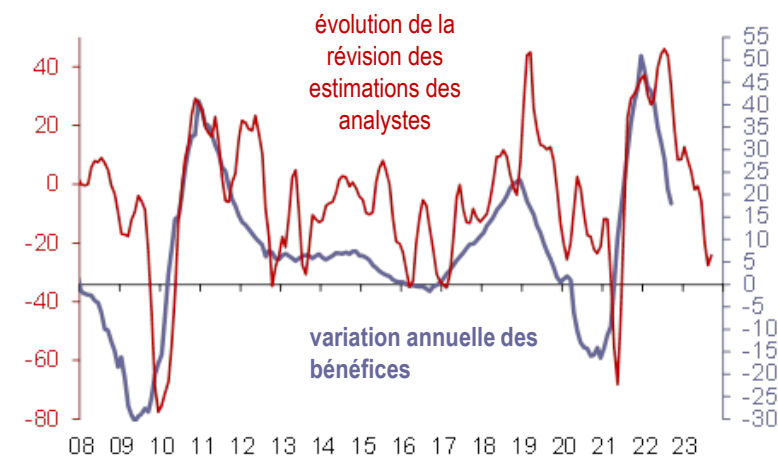
Le thème du mois (suite)

- **Le repli des marchés actions en 2022, malgré la hausse des bénéfices, est entièrement imputable à la compression des multiples** (PER, ratio cours/bénéfices), elle-même liée à la hausse des taux obligataires.
- **Lorsque les marchés obligataires se stabiliseront, la compression des multiples cessera** ; celle-ci a ramené les valorisations des actions à leurs moyennes historiques de long terme (bourse américaine, indice S&P 500).
- À ce stade, si le ralentissement de la hausse des taux est suivi d'une décrue de l'inflation, le rebond des bourses pourrait être immédiat et rapide. Si en revanche la hausse des taux **est interrompue par une chute de l'activité économique, la reprise des actions pourrait être retardée**, en attendant d'évaluer son impact sur les bénéfices.
- De ce point de vue, il convient cependant de noter que les **analystes ont déjà commencé à réviser leurs prévisions de bénéfices**. Aux États-Unis, la **révision des estimations représente déjà au moins les deux tiers de la trajectoire typique des autres crises**, les dernières en date étant celles engendrées par la Covid et les crédits immobiliers *subprime*.

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



S&P 500 : bénéfices par action



Le thème du mois (suite)

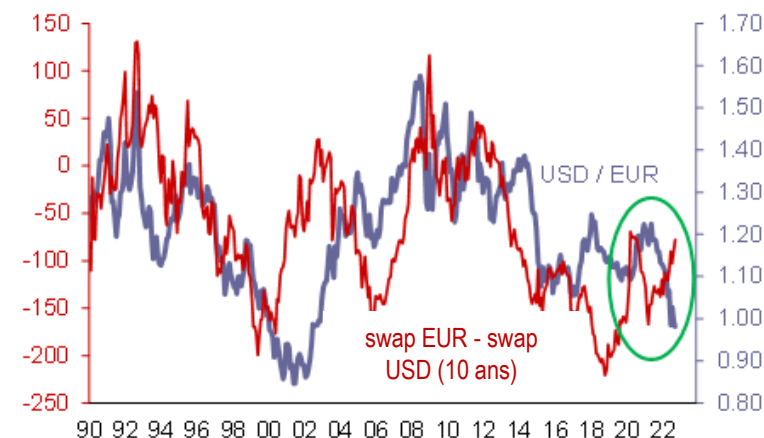
- Les marchés des changes ont également évolué au gré des taux d'intérêt et de l'inflation. Le dollar, qui s'est apprécié cette année face à l'ensemble des devises, a atteint son plus haut niveau depuis 2003.
- La hausse du billet vert a suivi le tour de vis monétaire précoce de la Fed par rapport aux autres banques centrales, mais elle s'est poursuivie lorsque les taux ont été relevés en dehors des États-Unis. Comme c'est souvent le cas en période d'incertitude, le dollar a joué le rôle de valeur refuge.
- Contre l'euro, par exemple, le mouvement de renforcement au cours de l'année, jusqu'à 0,97, s'est produit à contre-courant du différentiel de taux, qui s'est réduit en faveur des taux obligataires de la zone euro. Cette divergence pourrait se résorber, avec un rebond de l'euro, lorsque les pressions inflationnistes au niveau mondial s'atténueront, ou lorsque l'Europe trouvera une réponse convaincante pour limiter les effets de la crise énergétique.

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 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