



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

30 mars 2023

Les tensions liées aux banques régionales américaines et au Credit Suisse en Europe sont une conséquence indirecte du resserrement monétaire décidé par la Fed et la BCE.

La Réserve fédérale, qui a rouvert des lignes de crédit aux banques afin d'éviter une crise de liquidité, a relevé ses taux de 25 points de base lors de sa réunion de mars, **précisant toutefois qu'elle tiendra compte des tensions récentes lors des prochaines réunions.**

La BCE, après avoir monté ses taux de 50 points de base, a également renoncé à préciser toute orientation, **se laissant les mains libres pour ralentir ou même suspendre le resserrement de sa politique.**

Les anticipations des marchés ont radicalement changé. Selon le marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux, la Fed ne devrait pas augmenter ses taux en mai et les abaisser à partir de juin. En ce qui concerne la BCE, le marché anticipe une nouvelle hausse de 50 points de base, mais l'institution devrait elle-aussi s'en tenir là.

Ces anticipations reflètent l'hypothèse d'un ralentissement brutal de l'économie, qui pourrait toutefois être évité si les Banques Centrales parviennent à endiguer rapidement la crise de liquidité. Il est en tout cas fort peu probable que les Banques Centrales adoptent à nouveau des politiques agressives, car les turbulences qui agitent le secteur bancaire témoignent d'un niveau de restriction déjà élevé.

Actuellement, la Chine suscite peu d'attention. **Le redémarrage post-Covid permet à l'économie de retrouver progressivement son élan**, sans reproduire les excès observés aux États-Unis et dans la zone euro.

ME

Macro-économie

- Les tensions sur le secteur bancaire montrent que le niveau de restriction monétaire est élevé et elles sont susceptibles de freiner l'activité économique et calmer l'inflation.
- Les contrats à terme sur le marché monétaire anticipent la fin prochaine du tour de vis monétaire et un possible abaissement des taux de la Fed et de la BCE au second semestre.

AA

Allocation d'actifs

- La fin possible du resserrement monétaire et le ralentissement probable de l'économie rendent les principaux marchés obligataires attractifs.
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes mais ils pourraient se montrer volatils en attendant de trouver une solution rassurante pour le secteur bancaire et dans la perspective du ralentissement macroéconomique.

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 les tensions sur le secteur bancaire et le ralentissement probable de l'activité économique pourraient attiser la volatilité.
- Le marché américain et les secteurs de *croissance* pourraient à nouveau tirer leur épingle du jeu dans un contexte de stabilisation des taux.

D

Devises

- La fin probable de la hausse des taux de la Fed favorise potentiellement un fléchissement du dollar, mais le climat d'incertitude entourant le secteur bancaire fait contrepoids.
- Les incertitudes du scénario et le changement prochain de gouverneur à la tête de la Banque du Japon peuvent contribuer à soutenir le yen.

Stratégie d'investissement

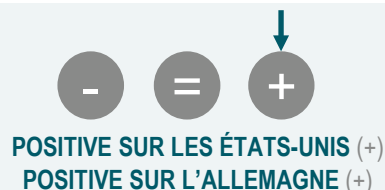
Le scénario de référence envisage une attitude moins agressive des Banques Centrales compte tenu des tensions sur le système bancaire. Celles-ci anticipent un fléchissement probable de l'activité économique, s'accompagnant d'un recul de l'inflation. Dans ce contexte, nous continuons de surpondérer les 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 qu'une solution rassurante aux problèmes de liquidité des banques soit trouvée.

CLASSE D'ACTIFS

OPINION

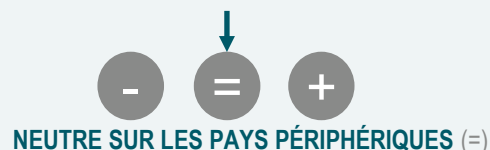
PRODUITS DE TAUX

Emprunts d'État internationaux



Opinion positive sur la duration aux États-Unis et en Allemagne.

Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État américains et allemands.

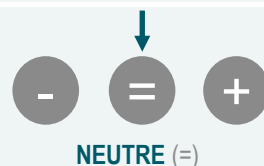


Opinion neutre sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.

Nous conservons une opinion neutre à l'égard des titres des pays périphériques de la zone euro.

PRODUITS DE TAUX

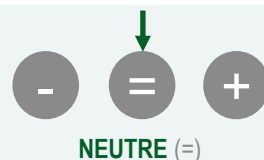
Spreads de crédit



Opinion neutre sur les obligations à *spread*.

Nous maintenons notre opinion neutre à l'égard des marchés à *spread*. Notre ordre de préférence est le suivant : (1) *Investment Grade* et marchés émergents, (2) *High Yield*.

ACTIONS



Opinion neutre sur les actions.

Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. En termes géographiques, nous avons augmenté l'exposition aux États-Unis et réduit l'allocation à l'Europe. Notre ordre de préférence est désormais : (1) États-Unis et marchés émergents, (2) Pacifique hors Japon, (3) Europe et Japon.

DEVISES



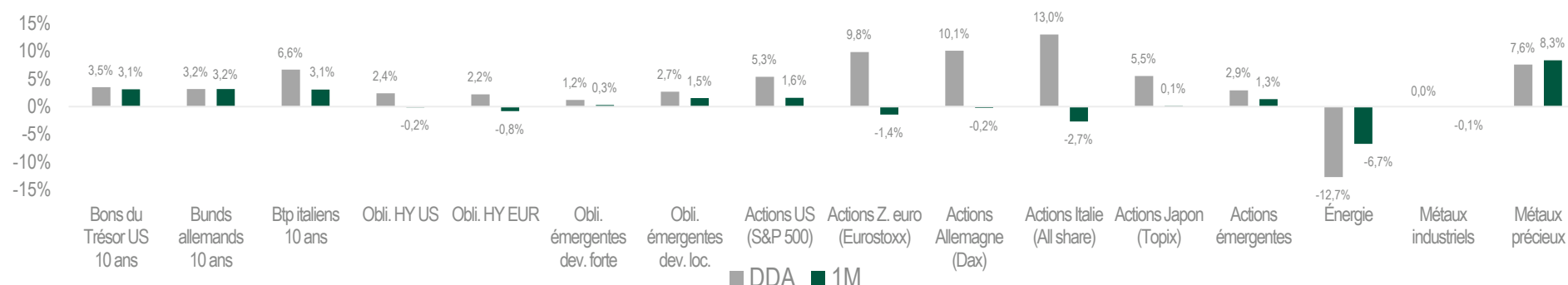
Opinion neutre sur le dollar, positive sur le yen et neutre à l'égard des autres devises.

Nous maintenons l'exposition neutre au dollar et la surpondération du yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.

Comparaison des classes d'actifs

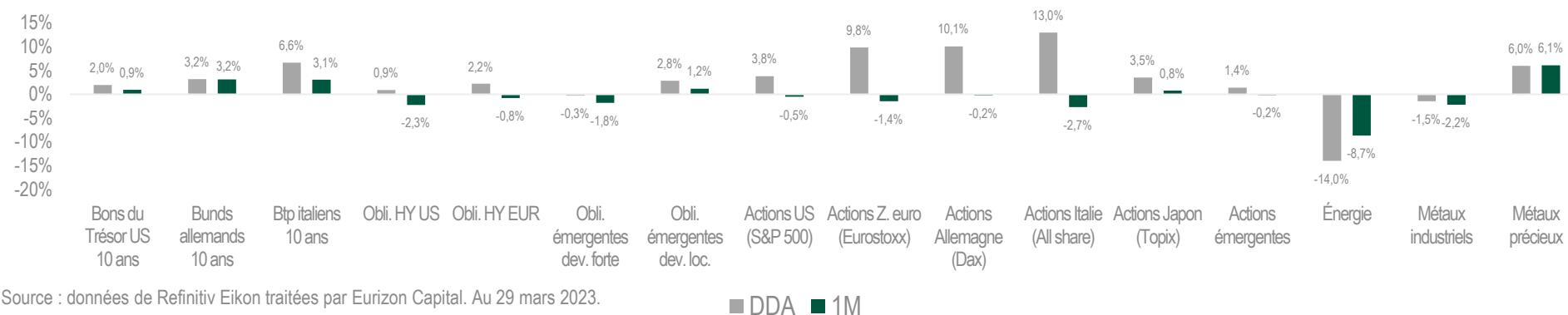
Les taux d'intérêt ont plongé brutalement en raison des tensions sur le secteur bancaire. Le recul généralisé a été plus marqué sur les échéances courtes. Toutefois, l'inversion des courbes aux États-Unis et en Allemagne perdure. Les *spreads* se sont légèrement creusés dans la zone euro, mais leur écartement reste mesuré par rapport aux périodes d'incertitude passées. Les *spreads* des obligations d'entreprises de qualité *Investment Grade*, *High Yield* et des marchés émergents se sont nettement élargis. Les marchés boursiers se sont repliés, pénalisés en particulier par les secteurs de la finance et de l'immobilier. Le dollar a légèrement fléchi, tandis que le yen s'est apprécié.

Comparaison des marchés en devise locale



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

Comparaison des marchés en euros

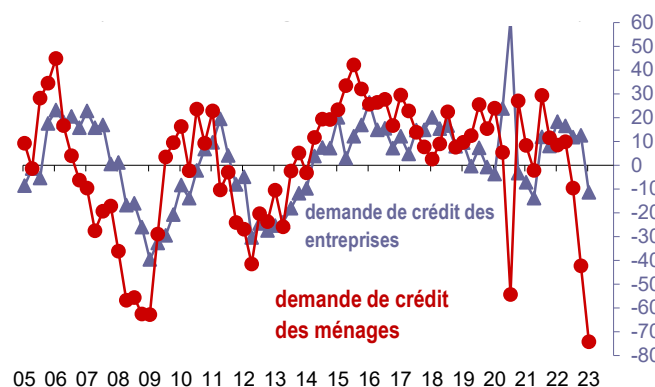


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 29 mars 2023.

La Fed, la BCE et la quasi-crise bancaire

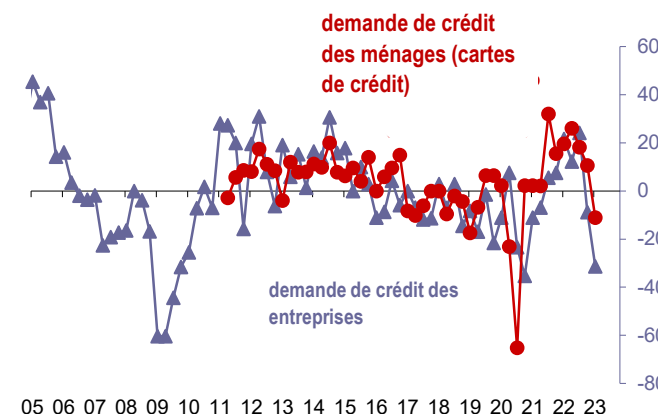
- Les tensions récentes sur les banques régionales américaines, qui ont culminé avec la faillite de la Silicon Valley Bank et se sont propagées à l'Europe via le Credit Suisse, **sont une conséquence indirecte du puissant tour de vis monétaire** décidé par la Fed et la BCE l'an dernier.
- Elles doivent être considérées comme un effet collatéral non souhaité de la lutte contre l'inflation que la Fed et la BCE avaient déclaré vouloir poursuivre à tout prix, y compris celui d'une éventuelle récession ou, implicitement, d'un accident financier.
- Que ce dernier scénario se matérialise est le signe que **les politiques monétaires sont désormais en territoire restrictif**, une indication dont les Banques Centrales devront tenir compte.
- Ces tensions surviennent en effet à un moment où ménages et entreprises au moins recourent au crédit en raison du niveau élevé des taux d'intérêt. **L'incertitude entourant le secteur bancaire conduira les banques à durcir encore les conditions d'accès au crédit, augmentant ainsi le niveau de restriction monétaire sur le système économique.**

Zone euro : demande de crédit, enquête de la BCE
(% de banques signalant une augmentation de la demande)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

États-Unis : demande de crédit, enquête de la FED
(% de banques signalant une augmentation de la demande)

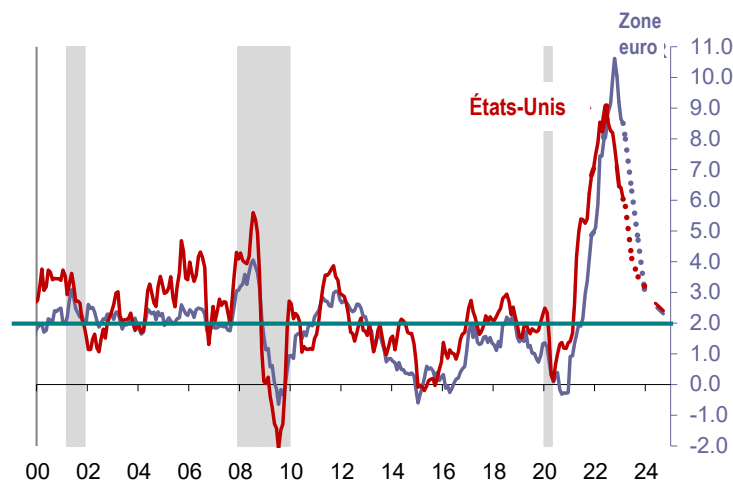


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

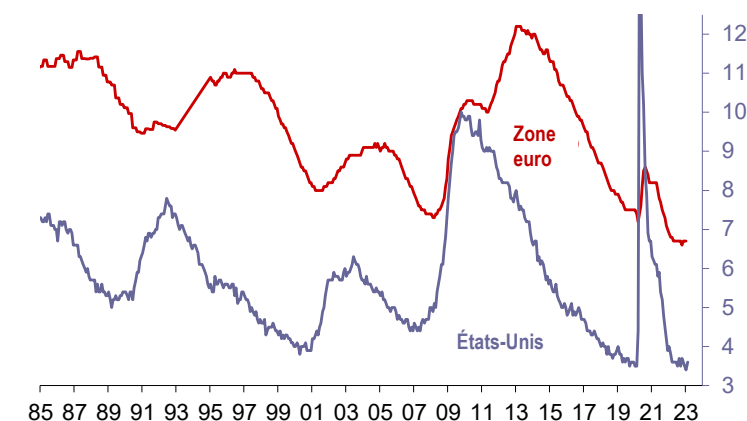
Le thème du mois (suite)

- Le couple croissance - inflation actuel montre que **les économies demeurent plus proches de la surchauffe que de la récession.**
- L'inflation globale a baissé ces derniers mois à la faveur de la chute des prix des matières premières, mais **l'inflation de base (inflation sous-jacente) ne recule pas aussi rapidement qu'espéré**, en particulier dans la zone euro où elle n'a pas encore atteint son pic.
- L'activité économique ralentit par rapport aux rythmes vertigineux de 2021, mais **elle reste suffisamment vigoureuse pour maintenir le taux de chômage à son plus bas historique** en zone euro et aux États-Unis.
- Les marchés financiers ont réagi aux tensions sur les banques en ajustant sensiblement les anticipations de politique monétaire.
- Actuellement, **les contrats à terme sur les fonds fédéraux laissent présager que la Fed ne relèvera pas ses taux lors de sa réunion de mai et commencera à les abaisser entre juin et juillet.** Le marché monétaire prévoit même que le taux des fonds fédéraux tombera de 5 % à 3 % d'ici la fin 2024. **En ce qui concerne la BCE, le marché table sur une hausse supplémentaire de 50 points de base avant l'été, mais l'institution devrait elle-aussi s'en tenir là et réduire les taux à partir de l'automne.**

Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



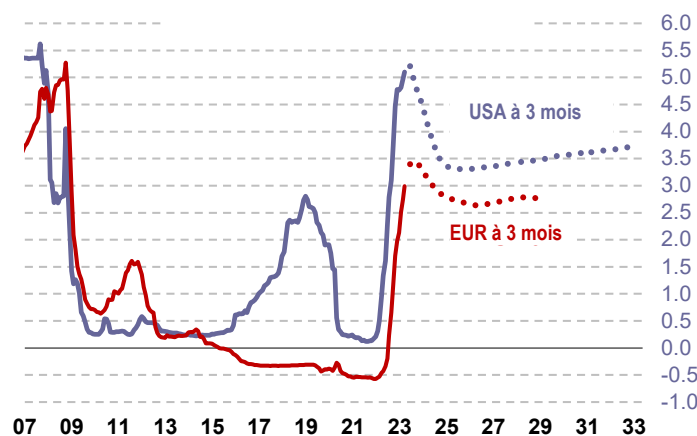
Taux de chômage



Le thème du mois (suite)

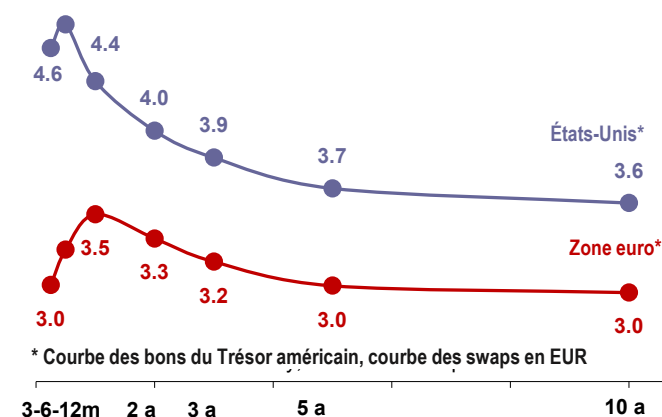
- Si, comme c'est probable, les Banques Centrales font tout ce qu'il faut pour contenir l'instabilité financière, ces anticipations pourraient être progressivement revues à la hausse, surtout si les données macroéconomiques se révèlent de nouveau plus résilientes que prévu. Il est toutefois fort peu probable que les Banques Centrales affichent la même fermeté que les mois précédents, étant donné que les turbulences sur le secteur bancaire ont montré que le niveau de restriction monétaire était déjà très élevé.
- Une posture moins agressive des Banques Centrales offrirait un environnement encore favorable pour les marchés obligataires. S'il est vrai que les taux à terme ont baissé par rapport aux plus hauts observés début mars, les rendements à l'échéance restent intéressants par rapport aux niveaux d'il y a un an.
- Tandis que l'inversion des courbes de taux des principaux pays émetteurs perdure, les parties courtes et intermédiaires offrent des taux de coupons attractifs (portage), tandis que les échéances plus longues assurent une marge de protection des portefeuilles importante en cas de ralentissement économique brutal.
- Les rendements réels des titres indexés sur l'inflation sont positifs aux États-Unis comme dans la zone euro ; outre une diversification nécessaire et hors incidence de la volatilité à court terme, ces titres offrent une belle opportunité de rémunération réelle des portefeuilles.

Taux à 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro (historique + futures à 3 mois)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Courbes de taux : États-Unis et zone euro



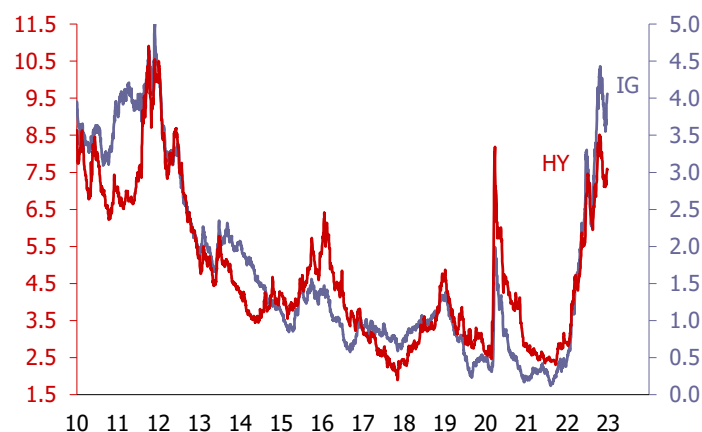
* Courbe des bons du Trésor américain, courbe des swaps en EUR

Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

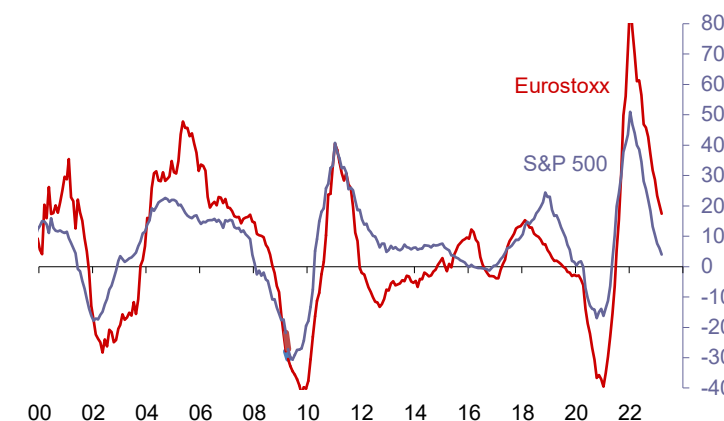
- Sur le front des actifs risqués, **les obligations à spread se sont montrées plus volatiles que les actions**. Ceci est dû à la décision des autorités suisses de pénaliser les obligations subordonnées par rapport aux actions, et au fait que les tensions sur les banques ont attiré l'attention sur la possibilité d'autres turbulences dans l'univers du crédit.
- Aux niveaux actuels des *spreads* (autour de 500 points de base), **les obligations High Yield peuvent paraître intéressantes d'un point de vue historique, mais il est très probable que la volatilité reste élevée** dans un contexte de ralentissement macroéconomique et de possible augmentation des taux de défaut. **Les obligations d'entreprises de catégorie Investment Grade sont les plus attractives** ; en effet, malgré un rendement actuariel plus faible, elles sont moins exposées aux incertitudes inhérentes au scénario.
- **Les marchés actions ont subi une correction au plus fort de l'incertitude, mais avec une volatilité limitée par rapport aux épisodes passés. Les niveaux de valorisation absolus sont historiquement intéressants et la prime de risque par rapport aux taux souverains est importante.** Toutefois, les anticipations de ralentissement macroéconomique, sans exclure l'éventualité d'un coup de frein brutal, peuvent encore être une source de volatilité et pourraient prolonger le ralentissement des bénéfices déjà en cours, qui n'est pas encore terminé.

**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