

# Revue



# macroéconomique des marchés

LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT D'EURIZON  
SUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

26 mars 2020

**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





# SCÉNARIO

## En bref

Le mois dernier, les marchés ont affiché une extrême volatilité, liée à l'incertitude entourant l'épidémie de coronavirus. Les taux des emprunts d'État américains ont nettement baissé sur toutes les échéances. Dans la première moitié du mois de mars, les taux allemands ont reculé dans une moindre mesure depuis des niveaux déjà négatifs, puis ils se sont redressés au cours de la seconde quinzaine. Les actifs risqués ont tous enregistré d'importants replis.

L'épidémie de coronavirus et son impact sur l'environnement économique ont totalement dominé l'attention des investisseurs.

## En détail

**Le mois dernier, les marchés ont affiché une extrême volatilité, liée à l'incertitude entourant l'épidémie de coronavirus.**

**Les taux des emprunts d'État américains ont fortement baissé sur toutes les échéances**, reflétant les craintes quant à l'économie mondiale et les mesures d'assouplissement décidées par la Fed. **En première moitié de mois, les taux allemands ont reculé dans une moindre mesure**, depuis des niveaux déjà négatifs, **puis ils sont redressés au cours de la seconde quinzaine** à la suite des interventions de la BCE en faveur des pays périphériques et dans la perspective d'une augmentation des dépenses budgétaires en Allemagne. **À noter l'évolution des spreads dans la zone euro**, qui se sont nettement creusés jusqu'à la mi-mars (l'écart de rendement entre les BTP à 10 ans et les Bunds a frôlé les 280 pb) avant de se contracter à la suite à l'intervention de la BCE (le spread de l'Italie passant sous les 200 pb).

**Les actifs risqués ont tous enregistré d'importants replis. Les spreads des obligations d'entreprise Investment Grade et High Yield se sont considérablement élargis, tout comme ceux de la dette des pays émergents. Les marchés actions de tous les pays se sont lourdement repliés.** L'indice MSCI All Country World a chuté de près de 30 % par rapport à ses plus hauts de la mi-février 2020.

**L'épidémie de coronavirus et son impact sur l'environnement économique ont totalement dominé l'attention des investisseurs.** Trois remarques peuvent être formulées au sujet de l'épidémie du virus, de la réponse des autorités monétaires et budgétaires pour contenir son impact macroéconomique et de la réaction des marchés financiers.

**La propagation mondiale du virus ne donne pas de signes de ralentissement pour l'instant.** La contagion semble diminuer en Chine et dans d'autres pays asiatiques, comme le Japon et la Corée du Sud, premiers à avoir pris des mesures de confinement drastique.

Des signes de pic de nouvelles infections commencent à apparaître en Italie, qui est le premier pays hors Asie à avoir subi la contagion, et ce après plus de deux semaines d'interruption presque totale de l'activité. Enfin, l'épidémie se développe fortement dans le reste de l'Europe et aux États-Unis. Seul élément relativement rassurant, la tendance à minimiser le risque (déli) tend à disparaître au fil de la progression du virus, et des mesures de confinement sont adoptées dans tous les pays touchés.



D'un point de vue économique, ces mesures sont très pénalisantes, mais l'expérience de la Chine montre que ces initiatives radicales permettent de contenir la contagion. Ainsi, même si l'activité économique risque d'être sévèrement affectée, il ne s'agira que d'un « trou d'air » passager.

**La principale occupation des investisseurs dans les prochaines semaines va consister à estimer une date de pic de la propagation du virus, et donc à mesurer l'ampleur supposée de ce trou d'air pour l'économie mondiale.**

Dans l'intervalle, **les banques centrales et les gouvernements se sont montrés très réactifs en prenant des mesures monétaires et budgétaires contre l'impact macroéconomique du confinement.** La Réserve fédérale a réduit ses taux d'intérêt de 150 pb en un mois, les portant à zéro, et a relancé son programme d'assouplissement quantitatif. La Banque d'Angleterre a également baissé ses taux et repris son plan de QE, tandis que la Banque du Japon a renforcé ses mesures de relance. La BCE a lancé un QE massif, explicitement justifié par la volonté de garantir la transmission de la politique monétaire à tous les pays (maîtrise des spreads).

De nombreuses mesures ont également été adoptées sur le plan budgétaire, bien qu'il soit encore trop tôt pour estimer le montant total des dépenses publiques qui seront nécessaires. **Pour l'heure, il est rassurant de voir que l'objectif des gouvernements est d'utiliser la politique budgétaire pour maintenir en vie l'appareil productif en attendant que passe le « trou d'air » de l'activité économique.** À cet effet, le Congrès américain a voté l'affectation de 2 000 milliards de dollars, soit quasiment 10 % du PIB national. En Europe, pour l'instant les interventions sont prises individuellement au niveau des États avec l'approbation implicite de la Commission européenne, qui a suspendu l'application du pacte de stabilité. On parle de la possibilité d'émettre des « corona-bonds » au niveau européen, ce qui, en cas de réalisation, pourrait potentiellement revitaliser la crédibilité du projet européen.

Enfin, **quelques informations relatives au comportement des marchés. Avec les mouvements des dernières semaines, les marchés sont allés très loin dans l'anticipation d'un scénario résolument défavorable pour l'économie mondiale.** Les taux américains sont descendus à des niveaux compatibles avec ceux d'une récession économique et la courbe a initié un processus de pentification typique d'une période récessionniste (baisse des taux courts plus rapide que celle des taux longs). Le creusement des spreads des obligations d'entreprise se situe à mi-chemin entre celui qui caractérise des épisodes de ralentissement au sein d'un cycle économique et celui d'une véritable récession. La chute des actions, au regard des moyennes historiques, représente environ les deux tiers d'un marché baissier « normal » (-35 % entre les plus hauts et les plus bas sur la bourse américaine) et la moitié d'un (rare) marché « super-baissier » (-50 % par rapport aux plus hauts).

**Aux niveaux actuels, les taux des emprunts d'État de qualité (États-Unis et Allemagne) semblent peu attractifs et offrent visiblement peu de protection en cas de nouvelles informations négatives. D'autre part, les actifs risqués, à commencer par les actions, paraissent exposés de manière équilibrée tant au risque d'annonce négative que de surprise positive. De plus, en ce qui concerne les valorisations, les excès des mois précédents ont été largement effacés et les prix sur les marchés actions correspondent aux niveaux moyens à long terme.**

## Points à surveiller pour le scénario

**L'attention des marchés est actuellement dominée par l'épidémie de coronavirus et ses possibles impacts sur le scénario économique.** Même si les banques centrales et les gouvernements se sont montrés tout à fait réactifs avec le lancement de mesures budgétaires et monétaires contre les conséquences macroéconomiques du confinement, la principale occupation des investisseurs au cours des prochaines semaines va consister à estimer la date du pic de la



contagion et donc à mesurer l'ampleur supposée du « trou d'air » de l'économie mondiale. En ce sens, l'Italie sera particulièrement surveillée, étant le premier pays occidental à avoir été frappé par le coronavirus et à avoir pris des mesures rigoureuses de confinement.

## Stratégie d'investissement

Les mouvements violents du mois écoulé ont amené les marchés à anticiper des scénarios relativement négatifs au sujet de l'évolution à court terme du contexte économique. À moyen terme, les valorisations semblent à même de justifier un positionnement légèrement pro-cyclique.

Nos opinions d'investissement dans les portefeuilles Eurizon sont neutres à l'égard de la duration aux États-Unis, en Allemagne et dans les pays « presque core » de la zone euro. Le positionnement à l'égard des emprunts d'État « non core » de la zone euro est positif, afin de bénéficier du potentiel restant de contraction des spreads après les annonces de la BCE. Notre opinion concernant les actions est neutre, en raison du contexte encore incertain à court terme et du risque de nouveaux épisodes de forte volatilité.

# Stratégie d'investissement

La stratégie d'investissement adoptée par Eurizon Capital SGR à l'égard des principales classes d'actifs est exposée ci-après.

CLASSE D'ACTIFS	OPINION
ACTIONS	<p> NEUTRE (précédemment : NEUTRE)</p> <p><b>Opinion neutre sur les actions.</b> Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. Augmentation du poids relatif des marchés émergents au détriment de celui de l'Europe. Nouvel ordre de préférence géographique : (1) États-Unis et pays émergents, (2) Japon, (3) Europe et Asie-Pacifique hors Japon.</p>
EMPRUNTS D'ÉTAT	<p> NEUTRE SUR LES ÉTATS-UNIS,</p> <p><b>Opinion neutre sur la duration des États-Unis, l'Allemagne et les pays « presque core ».</b> Nous adoptons une opinion neutre envers la duration des États-Unis (précédemment positive), ainsi que de l'Allemagne et des pays « presque core » de la zone euro (précédemment négative).</p>



L'ALLEMAGNE ET

LES PAYS

« PRESQUE

CORE »

(précédemment :  
POSITIVE SUR  
LES ÉTATS-UNIS,  
NÉGATIVE SUR  
L'ALLEMAGNE ET  
LES PAYS  
« PRESQUE  
CORE »

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

Nous maintenons la surpondération des emprunts d'État « non core » de la zone euro.



POSITIVE

SUR LES PAYS

PÉRIPHÉRIQUES

(précédemment :  
POSITIVE)

(Suite à la page suivante)



(Suite de la page précédente)

CLASSE D'ACTIFS	OPINION	
MARCHÉS DU CRÉDIT	 <b>NEUTRE</b> (précédemment : NEUTRE)	<b>Opinion neutre sur les obligations à spread.</b> Nous maintenons notre opinion neutre à l'égard des marchés à spread. Notre position sur les marchés émergents passe de sous-pondérée à neutre. Notre ordre de préférence est désormais : (1) obligations d'entreprise Investment Grade, (2) dette des pays émergents, (3) obligations High Yield.
DEVICES	 <b>NEUTRE</b> (précédemment : OPINION POSITIVE SUR YEN ET GBP)	<b>Opinion neutre sur les devises.</b> Notre opinion à l'égard du yen et de la livre sterling passe de positive à neutre.

Des informations supplémentaires concernant l'évolution des marchés financiers sont disponibles sous forme de vidéos sur le site [www.eurizoncapital.it](http://www.eurizoncapital.it) :



**L'opinion d'Eurizon**, le rendez-vous mensuel pour se tenir régulièrement informé de l'opinion d'Eurizon Capital sur la situation économique et les prévisions concernant les principales classes d'actifs.



**L'analyse du mois**, le rendez-vous mensuel pour examiner les principaux thèmes économiques qui ont déterminé l'évolution des marchés au cours du mois écoulé.

**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'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.

