

La Boussole des Marchés

Avril 2022



VUES DE MARCHÉ

- La guerre en Ukraine a accentué deux des principaux risques pour 2022 : la hausse des prix de l'énergie et le durcissement des politiques monétaires des banques centrales.
- Les banques centrales se sont vues attribuer une « mission impossible » : faire baisser les taux d'inflation très élevés, sans provoquer de crise.
- Nos prévisions de croissance étant inférieures au consensus, nous nous attendons à ce que les banques centrales sous-évaluent légèrement les prix fixés par le marché.
- Nous recommandons de réduire la cyclicité des portefeuilles et de se montrer très prudent dans la sélection des actifs risqués. Compte tenu des niveaux de valorisation, il n'y a pas de précipitation à acheter le rebond selon nous.

Rédigée par

**L'ÉQUIPE DE RECHERCHE
MACROÉCONOMIQUE**



Une équipe de 13 analystes, basés à Paris, Cologne, Trieste, Milan et Prague, réalise des analyses qualitatives et quantitatives, portant sur les problématiques macroéconomiques et financières.

L'équipe traduit les perspectives macroéconomiques et les données quantitatives en idées d'investissement qui sont intégrées dans nos processus de gestion.

ÉTATS-UNIS

- + Malgré la baisse de confiance, la consommation reste stable...
- + ...soutenue par un marché du travail qui se porte bien
- L'inflation devrait se stabiliser autour de 8% pour les prochains mois
- ! La Fed est déterminée à lutter contre l'inflation en augmentant fortement ses taux d'intérêt

ROYAUME-UNI

- La banque d'Angleterre a relevé son taux directeur à 0,75%
- Les ventes de détail ont baissé de manière inattendue, ce qui renforce les inquiétudes liées à la stagflation
- L'inflation a de nouveau créé la surprise avec 6,2% en glissement annuel

ZONE EURO

- La guerre en Ukraine pèse sur le moral et les attentes des consommateurs
- L'inflation connaît un nouveau rebond en mars
- + Des politiques de protection pour faire face aux prix élevés de l'énergie
- + La BCE ne veut pas recourir à un resserrement prématuré de sa politique monétaire

CHINE

- La Chine est de nouveau frappée par une forte vague de Covid
- L'indice PMI est entré en récession, mais nettement moins qu'au début de l'année 2020
- + Un soutien monétaire et budgétaire plus important devrait contribuer à stabiliser l'économie

MARCHÉS ÉMERGENTS

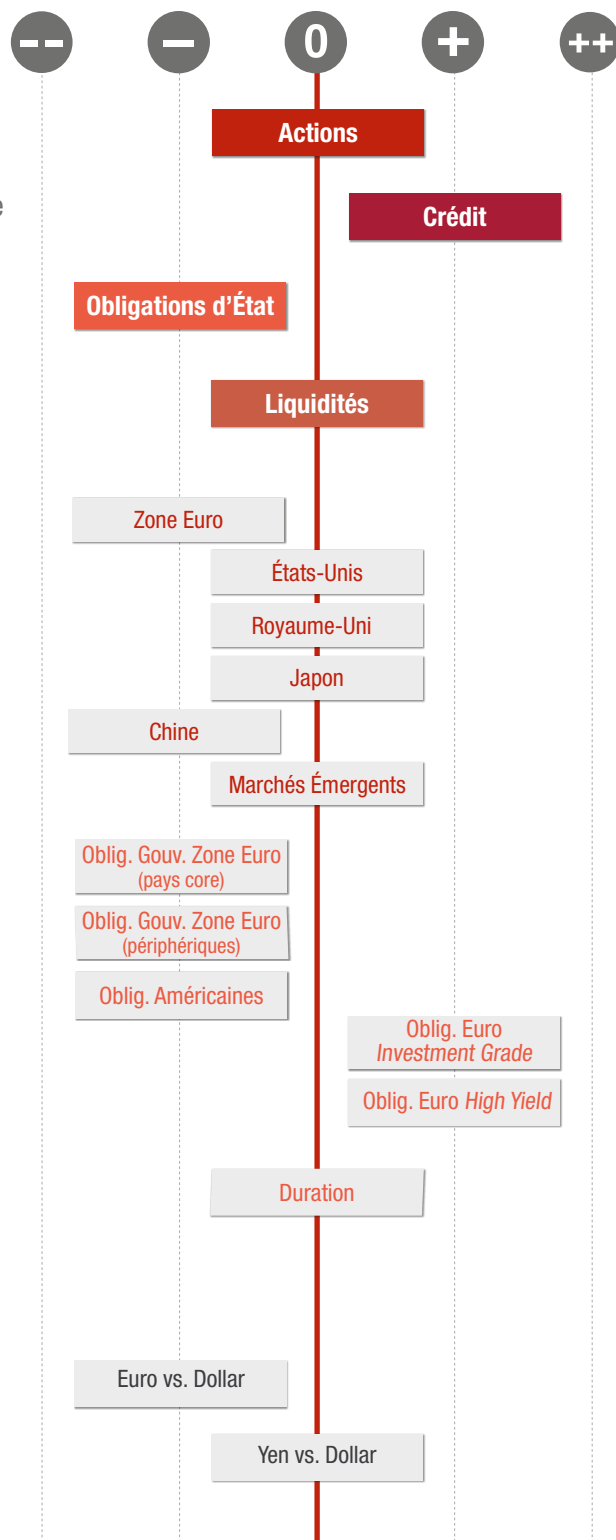
- Les marchés émergents devraient être impactés par la hausse des prix des biens de première nécessité, en particulier les denrées alimentaires. Premières dévaluations en Égypte et au Sri Lanka.
- ! L'Amérique latine continue de surperformer mais l'inflation devrait augmenter partout
- La prime de risque des marchés émergents a diminué mais la volatilité devrait rester élevée en raison de la guerre en Ukraine
- + Jusqu'à présent, la Russie était disposée à payer sa dette en dollar. Un défaut de paiement n'est pas un risque systémique

- + Positive
- Négative
- ! Sujets à surveiller

NOS ORIENTATIONS

- Sous-pondération modérée des actions malgré des valorisations attractives.
- Forte prédominance des obligations d'entreprise, nette prédominance des obligations *Investment Grade*.
- Au sein des obligations d'entreprise, réallocation de l'exposition aux valeurs financières vers des valeurs non financières.
- Maintien de la sous-pondération des obligations d'Etat à long terme.
- Légère surpondération des liquidités.

Actions	<ul style="list-style-type: none"> • En raison du durcissement des politiques monétaires des banques centrales, nous prévoyons un ralentissement de la croissance mais l'inflation devrait rester élevée. • Nous sommes donc stratégiquement légèrement sous-pondérés, ce qui réduit la cyclicité. Les États-Unis et le Royaume-Uni sont surpondérés par rapport à la zone euro et aux marchés émergents. Maintien d'une sous-pondération modérée de la Chine. • Cependant, nous considérons toujours qu'il est préférable de privilégier les actions à moyen terme et nous prévoyons un rendement total d'environ 5% sur 12 mois.
Obligations	<ul style="list-style-type: none"> • Les marchés obligataires restent dominés par le durcissement de ton des banques centrales et par l'inflation élevée. • Cependant, les relèvements des taux des banques centrales sont correctement évalués. • Dans un contexte de hausse des rendements des obligations d'Etat des pays core de la zone euro et d'un recul du soutien de la BCE, les performances positives des obligations d'Etat des pays périphériques de la zone euro ne devraient pas se maintenir.
Duration	<ul style="list-style-type: none"> • Duration modérément courte.
Devises	<ul style="list-style-type: none"> • Les risques géopolitiques et les inquiétudes liées à la croissance devraient maintenir le dollar à un niveau élevé à court terme. • Cependant, la hausse du dollar semble déjà limitée et nous anticipons une nouvelle augmentation de la parité euro/dollar lorsque les conséquences de la guerre en Ukraine se seront atténuées. • Les divergences en matière de politiques monétaires devraient continuer à peser sur le yen, même s'il semble encore très bon marché.



LES THÈMES À SURVEILLER !

- L'escalade militaire de la Russie et les sanctions provoquent des perturbations pour l'approvisionnement de gaz en Europe.
- Un retrait plus rapide du soutien des politiques monétaires réduit l'appétit pour le risque et favorise le ralentissement.
- Des mutations du virus menacent l'efficacité des vaccins et provoquent de nouveaux arrêts des chaînes de production.
- Les tensions géopolitiques (Chine/Taiwan, Corée du Nord) s'ajoutent aux risques géopolitiques liés à la guerre en Ukraine.

Probabilité :	Impact :

Probabilité : Haut ↔ Faible

Impact : Haut ↔ Faible

ZOOM SUR...

Les incertitudes liées aux matières premières et aux banques centrales nécessitent une diminution de l'exposition au risque dans les portefeuilles.

La situation en Ukraine reste très instable. Notre scénario central repose sur l'hypothèse d'une crise prolongée, ce qui maintiendrait le pays dans un état d'instabilité et les prix de l'énergie à un niveau élevé. Nos prévisions pour la zone euro sont inférieures à celles du consensus et prévoient une récession modérée vers le milieu de l'année. Le facteur le plus défavorable est la flambée des prix des matières premières : le choc est généralisé et ne se limite pas au secteur de l'énergie. Les prix des céréales ont fortement augmenté et la flambée des prix des engrais devrait peser sur les coûts de production.

Les prévisions tablent sur au moins 8 relèvements supplémentaires des taux de la Fed en 2022, après ceux intervenus au mois de mars. Il s'agit d'un scénario particulièrement brutal par rapport aux références historiques.

À partir de l'été, la baisse du bilan de la Fed devrait se traduire par un nouveau resserrement de sa politique monétaire, mais nous nous interrogeons sur sa capacité à procéder à un tel resserrement sans menacer la stabilité financière et provoquer trop de dommage.

Alors que l'économie subit une triple peine entre la guerre en Ukraine, le durcissement de ton des banques centrales et la pandémie de Covid qui continue de perturber les chaînes d'approvisionnement au niveau mondial, nous avons réduit la cyclicité des portefeuilles. Nous avons réduit la sous-pondération des obligations d'État tout en conservant une durée modérément courte, compte tenu du faible potentiel de hausse des rendements à long terme. Nous optons pour une légère sous-pondération des actions qui sont exposées à de nombreux facteurs défavorables. Nos allocations sectorielles et géographiques sont relativement équilibrées et traduisent les tendances liées au ralentissement (nous favorisons les valeurs défensives par rapport aux valeurs cycliques) et à la hausse des rendements (nous favorisons les actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance).

Les écarts de rendement des obligations d'entreprise, en particulier en Europe, ont été fortement impactés par rapport à d'autres indicateurs de risque, comme la volatilité des actions. Combiné à la hausse des rendements des actifs non risqués, cela signifie que les obligations d'entreprises en euro offrent un rendement meilleur avec un risque encore plus limité lorsqu'il s'agit d'obligations d'entreprise *Investment Grade*. Nos surpondérations reposent sur des stratégies défensives : les obligations d'entreprise *Investment Grade* plutôt que *High Yield*, la dette subordonnée plutôt que *High Yield*, les valeurs non financières plutôt que financières, les secteurs défensifs plutôt que cycliques.

Rendement des obligations d'Etat à 10 ans



GLOSSAIRE

RISQUE SYSTÉMIQUE

Un risque systémique est la possibilité qu'un événement spécifique au niveau d'une entreprise ou d'un pays entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système financier pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement.



www.generali-investments.com

Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio a conduit des recherches minutieuses et vérifié les informations contenues dans la présente publication. Néanmoins, Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio décline toute responsabilité quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations en question. Ce document a été traduit d'un document rédigé en anglais, en cas de doute, la version anglaise fait foi. Les informations contenues dans ce document sont fournies par Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio et sont données à titre purement indicatif. Elles reflètent les études et analyses conçues par Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio à partir de sources qu'elle estime fiables. Aucune décision d'investissement ne devra être faite sur la seule base de celui-ci. Avant toute souscription, le souscripteur doit s'assurer que sa situation financière et ses objectifs sont en adéquation avec le produit et consulter le prospectus complet et les derniers documents périodiques établis par la société de gestion. Ces documents sont disponibles sur le site Internet : www.generali-investments.com. Generali Investments fait partie du Groupe Generali créé en 1831 à Trieste sous le nom de Assicurazioni Generali Austro-Italiche. Generali Investments est la marque commerciale de Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Investments Luxembourg S.A. et de Generali Investments Holding S.p.A..