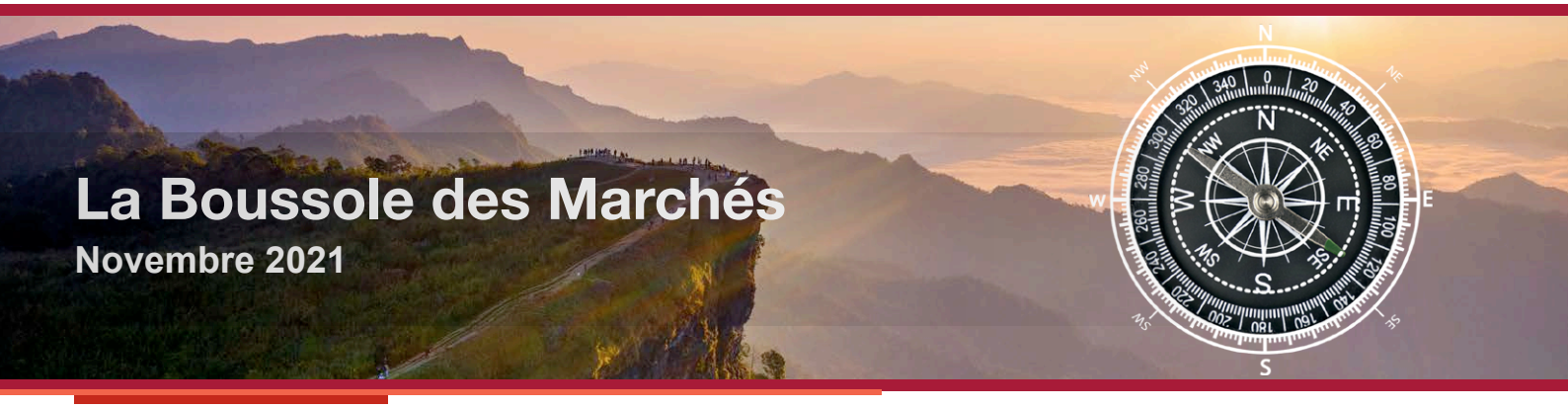
GENERALI INVESTMENTS



La Boussole des Marchés

Novembre 2021

VUES DE MARCHÉ

- La reprise mondiale devrait se poursuivre, soutenant les résultats des entreprises et le sentiment à l'égard du risque.
- Cependant, les incertitudes grandissantes liées à la pénurie d'énergie et la réponse des banques centrales face à la hausse de l'inflation nous incitent à plus de prudence.
- Malgré la réduction progressive de la politique d'assouplissement monétaire - *tapering* - à venir et la hausse de l'inflation attendue, la baisse des rendements réels soutient les actifs risqués.
- Nous réduisons notre surpondération des actions et du crédit *High Yield*, au profit du crédit *Investment Grade* et des actifs monétaires - tous deux déjà surpondérés. Nous maintenons une position courte prudente en duration car nous n'anticipons qu'une seule nouvelle hausse progressive des rendements.

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

- ⊕ La Fed va commencer son *tapering* et il n'y a pas de hausse des taux prévue avant le milieu du quatrième trimestre 2022
- ⊕ La discussion sur le plan de relance budgétaire progresse lentement. L'ampleur des mesures a été considérablement réduite
- ! Les difficultés rencontrées dans certains secteurs se résorbent progressivement mais l'inflation devrait rester supérieure à 4 % jusqu'au 2ème trimestre 2022

ROYAUME-UNI

- ⊖ L'indice PMI (indicateur composite de l'activité manufacturière) a surpris à la hausse
- ⊖ L'Indice des Prix à la Consommation (IPC), mesure de l'inflation, devrait augmenter jusqu'au printemps
- ! La BoE devrait bientôt relever ses taux en raison des craintes d'inflation
- ! Un nouveau pic de cas de COVID pourrait conduire à la mise en place de mesures de confinement

ZONE EURO

- ⊕ Les indicateurs montrent que la croissance demeure intacte
- ⊕ La BCE indique clairement qu'elle ne prévoit pas de hausse des taux à court terme
- ⊕ Les fonds du plan de relance **NextGenerationEU (NGEU)** vont commencer à être injectés dans l'économie
- ⊖ Les effets de base, les matières premières et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement poussent l'inflation vers des niveaux record

CHINE

- ⊕ Les pannes de courant sont davantage sous contrôle
- ⊖ La croissance du PIB de la Chine a ralenti à 4,9 % en glissement annuel au 3ème trimestre
- ⊖ Une nouvelle vague (limitée) de la COVID-19 devrait peser sur la consommation
- ⊖ Evergrande et le secteur immobilier restent une source de préoccupation

MARCHÉS ÉMERGENTS

- ⊖ L'activité des marchés émergents au 4ème trimestre devrait légèrement s'améliorer grâce à l'accélération de la vaccination
- ⊖ Les pressions inflationnistes continuent de s'intensifier et conduisent à un nouveau resserrement monétaire
- ! La pression sur les actifs des pays émergents s'est temporairement atténuée mais la volatilité devrait rester élevée en raison de la hausse attendue des rendements américains

⊕ Positive
⊖ Négative
! Sujets à surveiller

NOS ORIENTATIONS

- Nouvelle réduction de la surpondération des actions et des obligations *High Yield* de la zone euro.
- Augmentation de la surpondération des obligations *Investment Grade* de la zone euro.
- Maintien de la sous-pondération des obligations core en raison du risque d'inflation et de l'imminence du *tapering*.
- Réduction de la surpondération sur la dette en devise forte de pays émergents.
- Augmentation de la surpondération des actifs monétaires pour se protéger de l'inflation.

Actions

- Les bonnes publications des résultats d'entreprises se traduisent par des performances positives des actions, grâce aussi à une volatilité moindre et à des taux réels encore faibles.
- Nous maintenons des prévisions de résultats inférieures au consensus en raison de la hausse des coûts des composants, du plafonnement des marges et de la baisse du soutien politique.
- Nous anticipons une augmentation d'environ 5% de la croissance mondiale sur 12 mois. Nous continuons de favoriser la zone euro par rapport aux États-Unis

Obligations

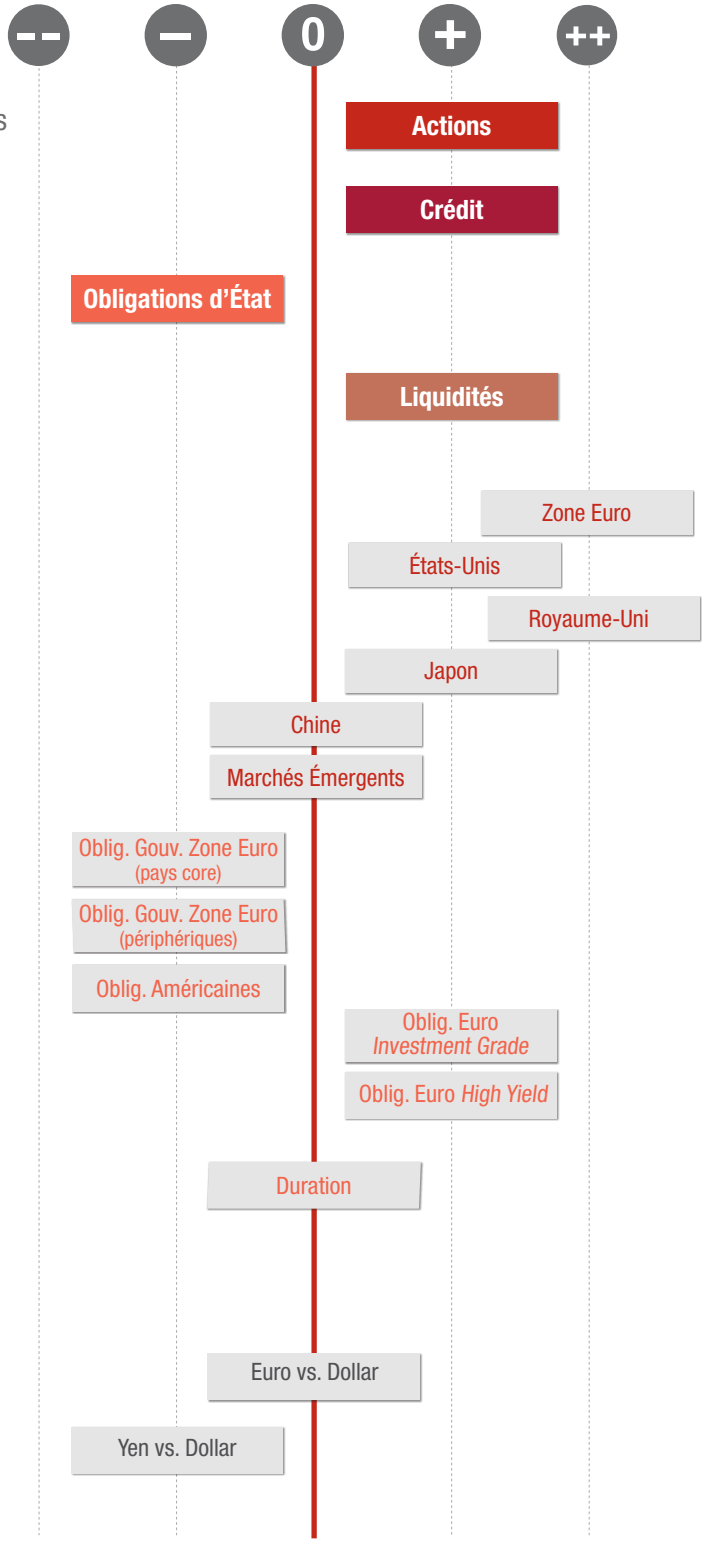
- Le récent aplatissement à la baisse des courbes de rendement des obligations d'État semble excessif. Les préoccupations relatives à la croissance et à l'inflation supérieures aux prévisions entraînent une nouvelle hausse des rendements à long terme.
- Les écarts de rendement des obligations d'Etat des pays périphériques de la zone euro devraient se stabiliser, soutenus par les achats d'obligations de la BCE et les chiffres solides de la croissance.

Duration

- Duration courte modérée, presque proche de la neutralité, recommandée.

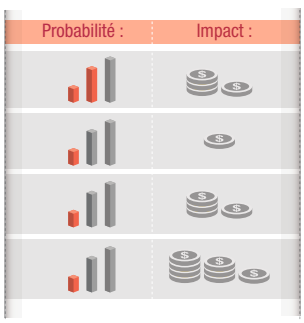
Devises

- Après avoir été inférieure aux prévisions pendant l'été, la parité euro/dollar devrait poursuivre sa tendance récente à la stabilisation. Cependant, les divergences de politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro font évoluer les perspectives vers une baisse de la parité euro/dollar en 2022.
- La parité dollar/yen pourrait se renforcer à court terme en suivant la hausse des rendements américains.



LES THÈMES À SURVEILLER !

- La hausse de l'inflation suscite des inquiétudes quant à la réduction progressive de la politique d'assouplissement monétaire et une accélération de la hausse des rendements.
- Durcissement de la réglementation sur les technologies.
- La défaillance d'Evergrande déclenche un effet de contagion sur l'ensemble de l'économie chinoise et sur les marchés du crédit au niveau mondial.
- Des mutations remettant en cause l'efficacité des vaccins et entraînant de nouvelles fermetures.



Probabilité : Haut ⟷ Faible
Impact : Haut ⟷ Faible

ZOOM SUR...

Le sentiment à l'égard du risque est parti pour durer, mais l'incertitude s'intensifie

Les marchés ont surmonté les craintes de stagflation en octobre. Les actions au niveau mondial ont rattrapé le repli de septembre, défiant les prévisions de flambée de l'inflation et bénéficiant de la réduction en faveur du risque des allocations au sein de nos portefeuilles. Le sentiment à l'égard du risque est parti pour durer. Tout d'abord, la progression de la vaccination devrait empêcher tout confinement strict, ce qui devrait permettre aux consommateurs de dépenser progressivement une grande partie de leur importante épargne excédentaire. Les résultats des entreprises ont été exceptionnels ; la croissance devrait ralentir mais rester largement positive. Et alors que les rendements nominaux ont augmenté, les prévisions de hausse de l'inflation ont fait entrer les rendements réels en territoire négatif, soutenant les valorisations.

Prix du pétrole et prévisions d'inflation*

*Le swap de taux cinq ans/cinq ans

Source : Refinitiv, données au 29 octobre 2021

Nous adoptons toutefois une approche plus prudente alors que le pic d'inflation semble moins provisoire et que les incertitudes sur la politique monétaire s'intensifient. Tout d'abord, les multiples chocs d'offre (énergie, puces, conteneurs, emploi) se révèlent plus persistants. En particulier, la transition énergétique pourrait - paradoxalement - maintenir les prix du pétrole et du gaz à un niveau élevé pour longtemps. Déjà mise à mal par des années de sous-investissement, l'offre énergétique a du mal à répondre à la reprise de la demande.

Les banques centrales ne sont pas bien organisées pour résoudre les problèmes liés à l'offre. Toute mesure préventive visant à freiner l'inflation risque de peser sur les prévisions de croissance et les actifs risqués, ce qui limiterait mécaniquement toute hausse des rendements à long terme. L'aplatissement récent des courbes de rendement de 5 à 30 ans est le signe d'une plus grande inquiétude à l'égard de la croissance, même si la solidité des résultats a permis aux actions de se maintenir jusqu'à présent. Parmi les autres risques, nous surveillons également de près l'augmentation saisonnière des cas de COVID et le conflit sur le plafond de la dette américaine, dont l'échéance a été repoussée à début décembre.

Dans l'ensemble, nous conservons mais réduisons légèrement notre surpondération sur les classes d'actifs les plus risquées (actions, *High Yield*) ainsi que les obligations émergentes au profit des obligations d'entreprise *Investment Grade* et des actifs monétaires. Nous maintenons un positionnement prudent en duration, car les pressions plus persistantes sur les prix et la réduction progressive de la politique d'assouplissement monétaire vont maintenir la pression à la hausse sur les rendements. Cependant la hausse des rendements des obligations à long terme devrait être limitée en raison de l'excès d'endettement et de la dépendance de la valorisation des actifs mondiaux aux rendements réels à long terme bas.

GLOSSAIRE

NextGenerationEU (NGEU)

Il s'agit du plan de relance de l'Union européenne destiné à soutenir les États membres touchés par la pandémie de COVID-19. Approuvé par le Conseil européen le 21 juillet 2020, ce fonds est doté de 750 milliards d'euros. Le fonds NGEU fonctionnera de 2021 à 2023 et sera lié au Cadre Financier Pluriannuel de l'UE (CFP) pour la période 2021-2027.

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 a 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..