



The Globe

La stratégie d'investissement d'Eurizon

27 septembre 2023

Scénario de référence

L'inflation continue de refluer mais à un rythme plus modéré car les prix de l'énergie ont cessé de chuter et la baisse des prix dans les composantes sous-jacentes est encore lente. **La baisse de l'inflation sous-jacente aux États-Unis et dans la zone euro sera l'un des points à surveiller durant les derniers mois de l'année.**

Les données macroéconomiques montrent une économie américaine en croissance, qui résiste au niveau des taux d'intérêt, avec une création d'emplois stable qui soutient la consommation. **En revanche, des signes de ralentissement apparaissent dans la zone euro** où la consommation pâtit d'une inflation encore élevée, tandis que le redémarrage poussif de la Chine pèse sur les échanges commerciaux.

La résilience de la consommation aux États-Unis, la nécessité de reconstituer les stocks dans l'industrie et l'adoption récente de mesures de relance en Chine vont **dans le sens d'une poursuite du cycle économique à travers le monde et en Europe pour les mois à venir.**

La Fed a marqué une pause en septembre, se laissant les mains libres pour relever encore les taux, mais sans véritable intention préétablie. C'est également le cas de la BCE après la hausse en septembre. **Les taux du marché monétaire reflètent implicitement un statu quo en matière de politiques monétaires jusqu'à mi-2024, puis une baisse des taux.**

Le prix du pétrole sera l'un des points à surveiller durant les derniers mois de 2023. Il est reparti à la hausse à la suite des réductions de la production, ce qui est susceptible de ralentir la baisse de l'inflation sans toutefois la remettre en cause.

ME

Macro-économie

- Le reflux de l'inflation se poursuit, toutefois, la baisse des composantes sous-jacentes est lente. La zone euro montre des signes de ralentissement, mais la bonne tenue de la consommation aux États-Unis accrédite le scénario de poursuite du cycle économique mondial.
- La Fed et la BCE opteront probablement pour un statu quo pendant quelques mois ; les taux pourraient ensuite baisser au second semestre 2024.

AA

Allocation d'actifs

- Le niveau élevé des taux sur les échéances courtes et intermédiaires ainsi que les anticipations d'une poursuite du ralentissement de l'économie rendent les principaux marchés obligataires attractifs.
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes mais pourraient se montrer volatils alors que l'activité ralentit et que l'inflation reste la priorité des banques centrales.

T

Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État des États-Unis et de l'Allemagne 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*, tandis que notre positionnement reste neutre sur les obligations des pays émergents, la dette *High Yield* et les emprunts d'État italiens.

A

Actions

- Les marchés actions offrent des perspectives attractives à moyen terme. Toutefois, le ralentissement de l'économie pourrait être une source de volatilité alors que l'inflation reste la cible prioritaire des banques centrales.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis.

D

Devises


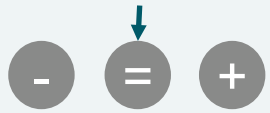

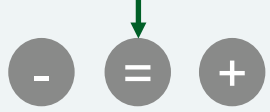
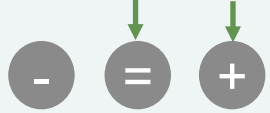
- La solidité de l'économie américaine face au ralentissement en Europe a interrompu l'érosion du dollar.

Stratégie d'investissement

Le scénario de référence prévoit une baisse de l'inflation, qui reste cependant supérieure à son niveau cible, et une activité économique qui résiste au resserrement monétaire. Dans ce contexte, les banques centrales ne sont pas pressées d'annoncer la fin de la hausse des taux, même si celle-ci est effectivement suspendue. Notre opinion est positive sur les emprunts d'État américains et allemands ainsi que sur les obligations à *spread*, tandis que nous conservons une exposition neutre aux actions qui pourraient se montrer volatiles en attendant d'évaluer l'ampleur du ralentissement macroéconomique.

CLASSE D'ACTIFS

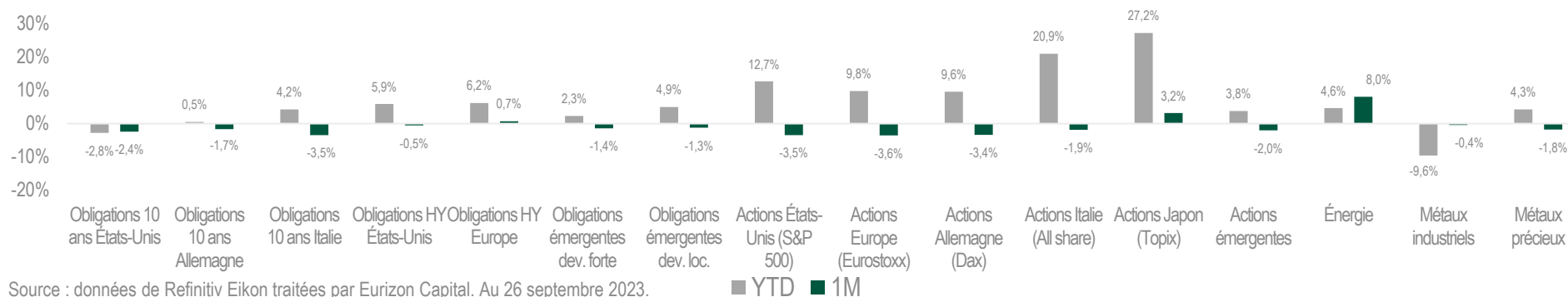
OPINION

<p>PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>POSITIF SUR LES ÉTATS-UNIS (+) POSITIF SUR L'ALLEMAGNE (+)</p>  <p>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</p>	<p>Opinion positive sur la durée aux États-Unis et en Allemagne. Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État des États-Unis et de l'Allemagne.</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 emprunts des pays périphériques de la zone euro.</p>
<p>PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit</p>	 <p>POSITIF (+)</p>	<p>Opinion positive sur les obligations à <i>spread</i>. Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des marchés à <i>spread</i>. Notre ordre de préférence est le suivant : (1) <i>Investment Grade</i>, (2) marchés émergents et <i>High Yield</i>.</p>
<p>ACTIONS</p>	 <p>NEUTRE (=)</p>	<p>Opinion neutre sur les actions. Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. Notre ordre de préférence géographique est le suivant : (1) États-Unis, (2) Europe, Japon, pays émergents, (3) Pacifique hors Japon.</p>
<p>DEVISES</p>	 <p>NEUTRE SUR LE DOLLAR (=) POSITIF SUR LE YEN (=)</p>	<p>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 adoptons une opinion positive sur le yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.</p>

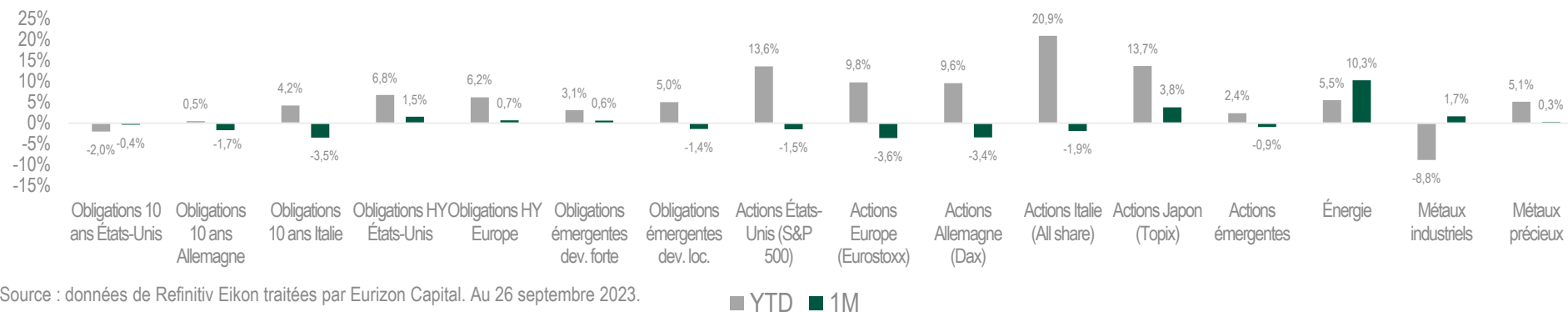
Comparaison des classes d'actifs

Les taux des emprunts d'État ont augmenté entre août et septembre, notamment sur les échéances longues. L'inversion des courbes de taux américains et allemands reste très marquée. Les spreads ont peu évolué dans la zone euro et se sont contractés pour les obligations d'entreprises *Investment Grade*, *High Yield* et les obligations émergentes. Les marchés actions se sont repliés en raison des prises de bénéfices, les résultats en 2023 s'avérant meilleurs que prévu jusqu'à présent. Le dollar américain s'est redressé face à l'euro, à 1,06.

Comparaison des marchés en devise locale



Comparaison des marchés en euros

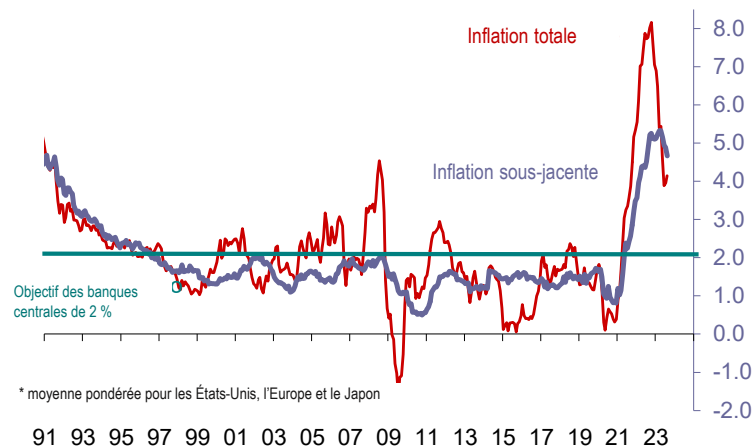


Le thème du mois

Comment bien finir une année positive

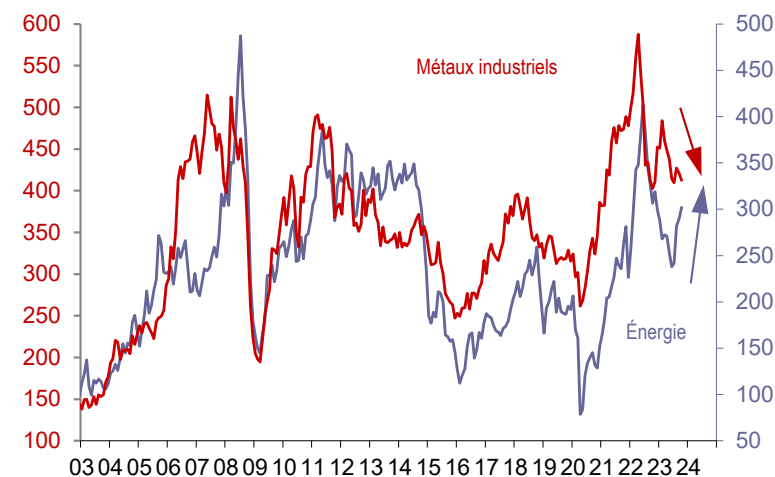
- **Jusqu'à présent, l'année 2023 a agréablement surpris.** Elle avait difficilement débuté sous l'emprise de l'inflation et la hausse des taux et devait aboutir à une récession mondiale. Après neuf mois, **les marchés sont (presque) tous dans le vert, l'inflation a diminué de moitié depuis un an et l'économie mondiale est toujours en expansion.**
- **C'est le scénario du ralentissement en douceur tant espéré, auquel peu croyaient. Il constitue à présent l'hypothèse privilégiée par les marchés et, pour bien terminer l'année, il devra être confirmé.** Confirmer est plus difficile que surprendre, mais les conditions sont réunies pour ce faire.
- **La première confirmation doit venir de l'inflation. La partie facile de la décrue – liée à la baisse des prix des matières premières, qui s'est toutefois essouffée depuis quelques mois – est derrière nous.** En effet, le prix du pétrole remonte dernièrement sous l'effet des réductions de production. Il ne s'agit cependant pas d'une nouvelle flambée inflationniste due à une demande excédentaire ; les prix des métaux industriels sont en effet à leurs plus bas de l'année. **Le renchérissement de l'énergie est toutefois susceptible de ralentir la baisse de l'inflation, mais pas de l'inverser.**

Inflation dans les pays développés*



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Prix des matières premières (indices Goldman Sachs)

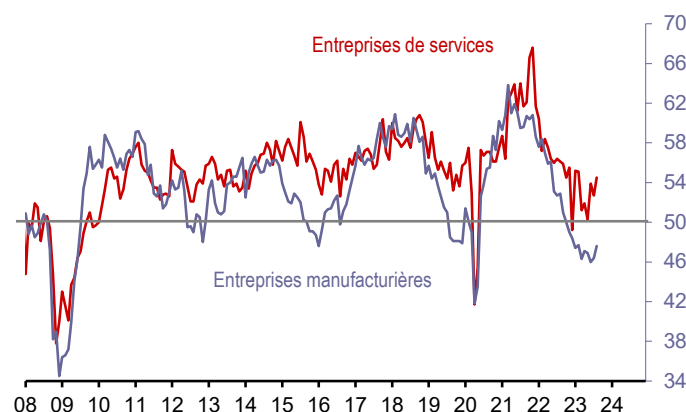


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

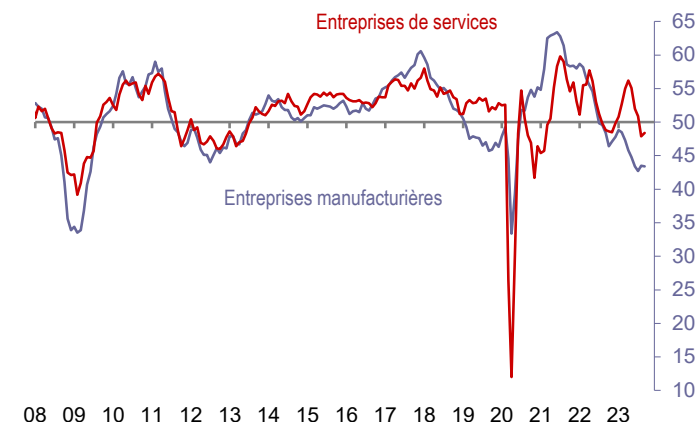
- **Le deuxième élément à surveiller est le cycle économique.** Jusqu'à présent, l'économie mondiale a mieux résisté que prévu au choc inflationniste et à la hausse subséquente des taux d'intérêt. L'activité économique s'est modérée après les excès de 2021/2022, mais la récession redoutée (que beaucoup prédisaient) ne s'est matérialisée dans aucune région.
- **La croissance de l'économie américaine demeure stable.** Le marché du travail n'affiche plus la croissance excessive de 2022, mais il continue de créer des emplois, ce qui, conjointement à l'augmentation des salaires réels résultant de la baisse de l'inflation, soutient la consommation.
- **En revanche, des signes de ralentissement apparaissent dans la zone euro** où la consommation souffre d'une inflation encore élevée, tandis que le redémarrage poussif de la Chine pèse sur les échanges commerciaux.
- **Au cours des derniers mois de l'année, nous guetterons la confirmation des signes de stabilisation de l'activité manufacturière au niveau mondial, ce qui permettrait au cycle économique de maintenir une trajectoire d'expansion stable, évitant un ralentissement brutal.** Les mesures de relance modérées décidées par la Chine et le niveau désormais très bas des stocks dans l'industrie, qui présage d'une probable reprise de la production, fournissent des indications rassurantes à cet égard.

États-Unis : niveau de confiance des entreprises (indices ISM)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Zone euro : niveau de confiance des entreprises

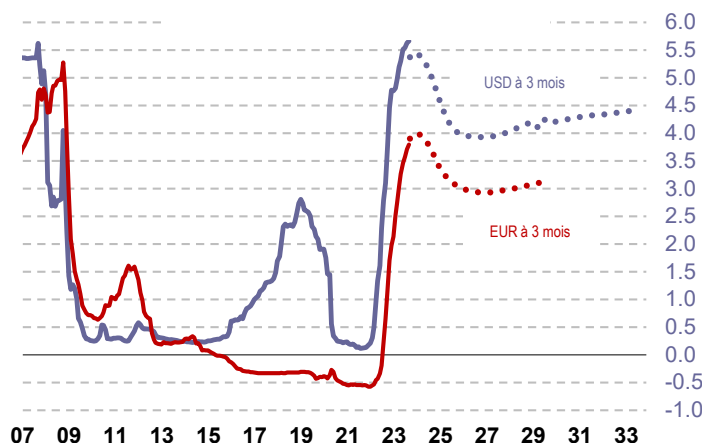


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

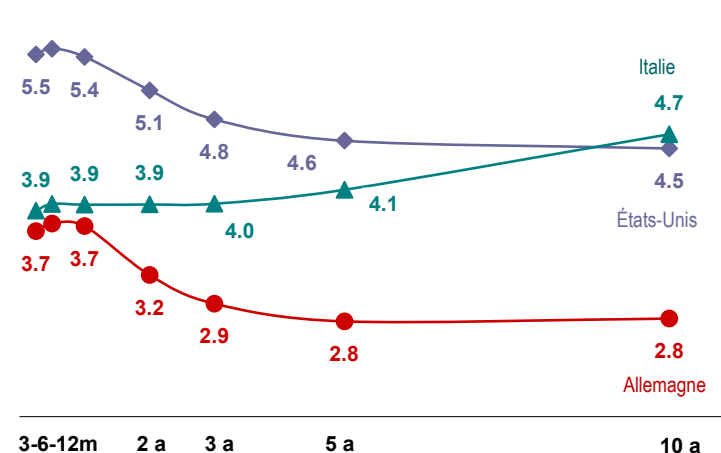
- Au regard d'une inflation supérieure à l'objectif fixé et de la robustesse de la croissance économique, **les banques centrales ne sont pas pressées d'annoncer la fin de la phase de resserrement monétaire.**
- Cependant, depuis quelques mois déjà, les **anticipations concernant le point d'arrivée des taux d'intérêt s'établissent à 5,5 % pour la Fed et à 4,5 % pour la BCE**, des niveaux qui ont été atteints avec les dernières décisions. **Cela conforte le sentiment que les taux obligataires à court et moyen terme sont très intéressants en tant que flux de coupons à faible volatilité.**
- Le point d'interrogation concerne toutefois le **niveau d'équilibre des taux de la Fed et de la BCE entre 2024 et 2025**, une fois le combat contre l'inflation achevé. **La solidité de la croissance économique a conduit les investisseurs à penser que les taux de la Fed et de la BCE pourraient rester à des niveaux élevés pendant une longue période, puis tomber à « seulement » 4 % aux États-Unis et 3 % dans la zone euro.** Ceci explique la hausse actuelle des taux à long terme qui, jusqu'à il y a quelques semaines, reposaient sur l'hypothèse de taux d'équilibre plus bas de la part de la Fed et de la BCE.
- Jusqu'à ce que les anticipations à cet égard se stabilisent, **les taux à long terme pourraient rester volatils.** Dans une perspective à moyen terme, cependant, les niveaux actuels des taux d'intérêt à long terme semblent attrayants, en particulier ceux offerts par les titres réels, désormais supérieurs à 2 % pour les États-Unis et l'Italie, et à nouveau positifs également pour l'Allemagne.

Taux à 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro (données historiques + contrats à terme à 3 mois)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Courbes de taux : États-Unis, Allemagne, Italie

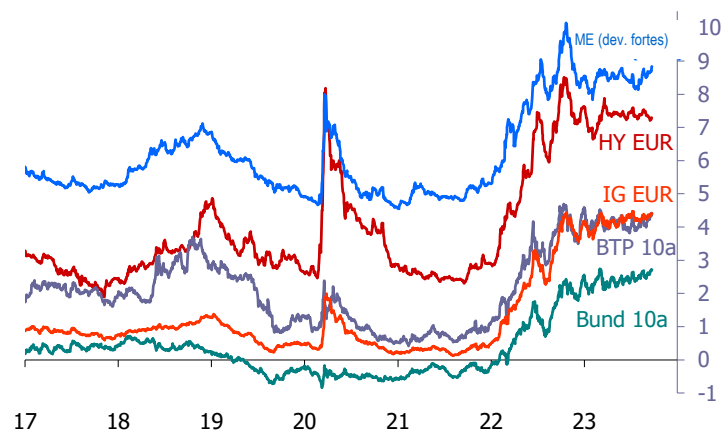


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

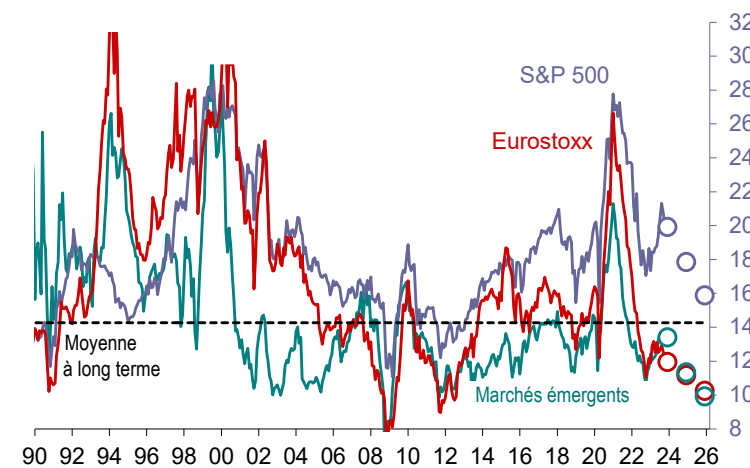
- Les actifs risqués ont été les principaux bénéficiaires des bonnes surprises relatives à l'activité économique.
- Le crédit pourrait continuer à offrir des opportunités intéressantes dans un contexte de stabilisation des taux souverains, quoique volatile, même si les taux de la Fed et de la BCE devaient rester à des niveaux élevés plus longtemps que prévu. Le scénario défavorable que le crédit doit éviter est celui d'un ralentissement brutal de l'économie, une hypothèse actuellement non étayée par les données.
- Au sein de l'univers du crédit, nous continuons de privilégier le segment *Investment Grade*, attirant en termes de rendement à l'échéance et de spread et naturellement moins volatile que la dette High Yield et émergente, bien que ces deux segments soient intéressants en termes de valorisation.
- Les actions ont été la véritable surprise par rapport aux prévisions du consensus du début d'année. Les cours se sont inscrits à la hausse sur tous les marchés, malgré le recul des bénéfices. En conséquence, les valorisations sont désormais moins intéressantes qu'au début de l'année.
- En outre, la remontée des taux à long terme a freiné les marchés actions, qui s'interrogent sur la viabilité de taux durablement élevés. La volatilité des actions engendrée par les marchés obligataires constitue, la plupart du temps, un motif de stabilisation des taux et, en fin de compte, une occasion de reprise des marchés actions. Cette fois encore, cela pourrait se vérifier.

Comparaison des titres à *spread* (Rendements à l'échéance)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

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



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

Le thème du mois (suite)

- **Étrange année que 2023 pour le dollar. Le fléchissement du billet vert au premier semestre** a reflété l'émergence du scénario de sortie en douceur de la crise de l'inflation, avec pour corollaire l'anticipation d'une posture moins agressive des banques centrales (de la Fed en particulier) et la moindre propension au repli vers les monnaies refuges, comme le dollar, en période d'incertitude.
- **À partir de juillet, cependant, la vigueur de l'économie américaine**, en termes absolus et par rapport aux autres économies, **s'ajoutant aux questionnements quant à la viabilité de taux durablement élevés, a ravivé la quête de dollars.** Face à l'euro le mouvement a été rapide, la parité passant de 1,13 à 1,05.
- **Tant que la question des taux et de l'imbrication des marchés obligataires et des marchés actions ne sera pas résolue, il est probable que le dollar restera fort**, en attendant des signes plus manifestes de stabilisation de l'activité manufacturière et du commerce international, sans lesquels le différentiel de croissance entre la zone euro et les États-Unis risque de s'amplifier.

Taux de change euro - dollar



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 grand 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, qui 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 TVA 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