



# The Globe

---

La stratégie d'investissement  
d'Eurizon

26 octobre 2023

# Scénario de référence

L'inflation sous-jacente recule aux États-Unis et dans la zone euro, mais le renchérissement du pétrole freine la baisse de l'inflation globale. Les tensions au Moyen-Orient n'ont eu jusqu'à présent qu'un impact modeste, mais leurs répercussions sur les prix des matières premières énergétiques sont surveillées avec attention.

Les statistiques macroéconomiques montrent un ralentissement de l'activité dans la zone euro où le redémarrage poussif de la Chine pèse sur les échanges commerciaux, tandis que l'inflation encore élevée freine la consommation. Il n'y a en revanche aucun signe de ralentissement aux États-Unis, où la croissance est soutenue par la résistance du marché du travail et le rebond du pouvoir d'achat des ménages consécutif à la baisse de l'inflation au premier semestre.

Le niveau des taux d'intérêt à court terme étant désormais supérieur à l'inflation, la Fed et la BCE ont marqué une pause dans leur politique restrictive, sans toutefois en annoncer officiellement la fin. Les contrats à terme sur le marché monétaire suggèrent que les taux resteront inchangés jusqu'à mi-2024 puis baisseront par la suite, mais moins que prévu voici quelques semaines. Le maintien des taux à des niveaux durablement élevés est un signe de confiance dans la robustesse du cycle économique, mais il a pour effet secondaire de faire grimper les taux à long terme, lesquels reflétaient un scénario de baisse des taux qui n'est plus guère d'actualité.

ME

## Macro-économie

- L'inflation sous-jacente continue de reculer, mais le renchérissement du pétrole freine la baisse de l'inflation globale. L'activité économique ralentit dans la zone euro tandis que son expansion se poursuit aux États-Unis.
- 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 affichent des valorisations intéressantes dans une optique de moyen terme. La correction déclenchée par la hausse des taux à long terme a résorbé les excès liés à des facteurs techniques accumulés avant l'été.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis.

D

## Devises




















- La vigueur de l'économie américaine face au ralentissement en Europe pourrait favoriser le dollar..

# Stratégie d'investissement

Le scénario de référence prévoit une baisse de l'inflation, qui reste cependant supérieure au niveau cible de la Fed et de la BCE, sur fond de ralentissement de l'activité économique dans la zone euro mais pas aux États-Unis. Les banques centrales ont marqué une pause dans la hausse de leurs taux d'intérêt, qu'elles maintiennent en territoire restrictif en attendant une nouvelle baisse de l'inflation. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient retiennent l'attention, toutefois, elles n'ont eu qu'un faible impact sur le marché jusqu'à présent. Notre opinion reste positive sur les emprunts d'État américains et allemands ainsi que sur les obligations à *spread*. La correction actuelle des marchés actions peut être considérée comme salutaire, car elle permet de résorber les excès techniques accumulés.

## CLASSE D'ACTIFS

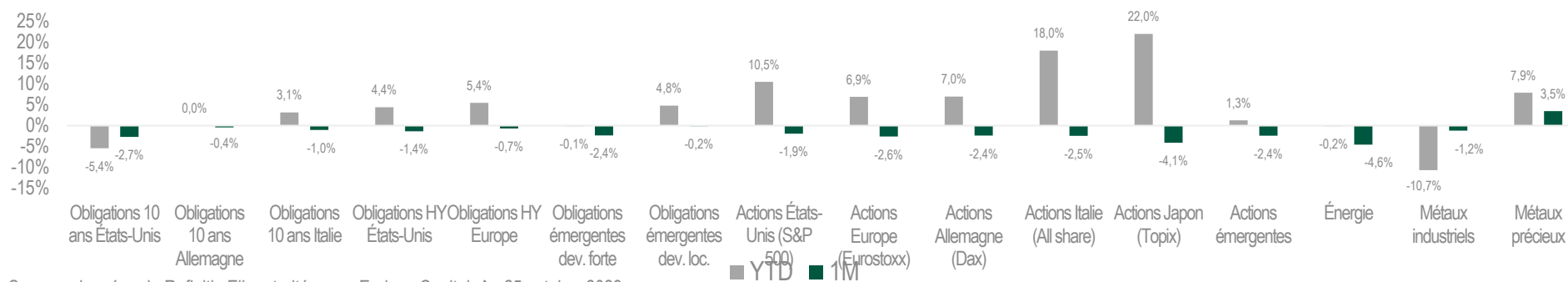
## OPINION

<p><b>PRODUITS DE TAUX</b> Emprunts d'État internationaux</p>	 <p>    </p> <p> <b>POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS (+)</b>  <b>POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE (+)</b> </p> <p>↓</p> <p>    </p> <p> <b>NEUTRE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</b> </p>	<p><b>Opinion positive sur la <i>duration</i> aux États-Unis et en Allemagne.</b> Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État des États-Unis et de l'Allemagne.</p> <p><b>Opinion neutre sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.</b> Nous conservons une opinion neutre à l'égard des emprunts des pays périphériques de la zone euro.</p>
<p><b>PRODUITS DE TAUX</b> Spreads de crédit</p>	 <p>    </p> <p><b>POSITIVE (+)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur les obligations à <i>spread</i>.</b> 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><b>ACTIONS</b></p>	 <p>    </p> <p><b>POSITIVE (=)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur les actions.</b> Nous sommes optimistes à l'égard des actions. La correction actuelle des marchés actions peut être considérée comme salutaire, car elle permet de résorber les excès de nature technique qui s'étaient accumulés. Notre ordre de préférence géographique est le suivant : (1) États-Unis, (2) Europe, Japon, pays émergents, (3) Pacifique hors Japon.</p>
<p><b>DEVICES</b></p>	 <p>    </p> <p> <b>POSITIVE SUR LE DOLLAR (=)</b>  <b>POSITIVE SUR LE YEN (+)</b> </p>	<p><b>Opinion positive sur le dollar et le yen, neutre à l'égard des autres devises.</b> Notre opinion est positive sur le dollar (opinion neutre précédemment) et le yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.</p>

# Comparaison des classes d'actifs

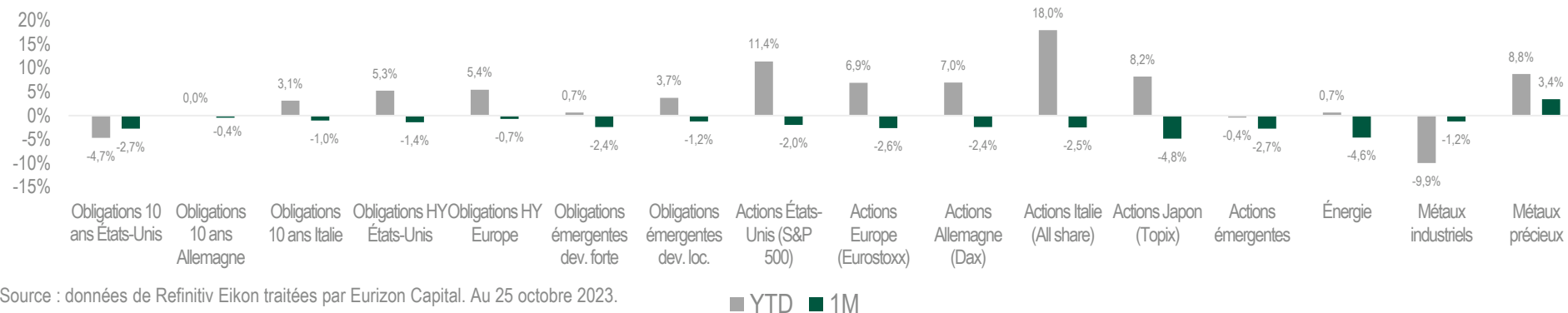
Les taux des emprunts d'État ont de nouveau progressé en octobre, notamment sur les échéances longues. Les courbes de taux américains et allemands sont quasiment plates à présent. Les spreads se sont légèrement creusés dans la zone euro ainsi que sur le segment des obligations d'entreprises Investment Grade. Leur élargissement est plus important dans le crédit High Yield et la dette émergente. Les marchés actions se sont repliés sur fond de poursuite des prises de bénéfices, les résultats en 2023 s'avérant meilleurs que prévu jusqu'à présent. Le dollar américain s'établit à 1,06 face à l'euro.

## Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 25 octobre 2023.

## Comparaison des marchés en euros



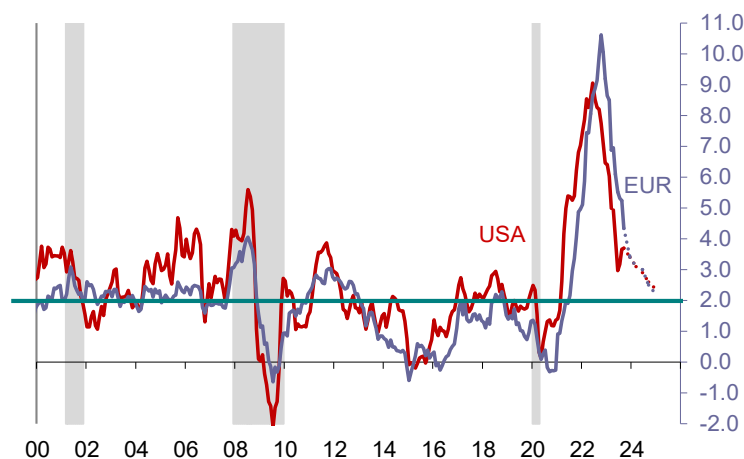
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 25 octobre 2023.

# Le thème du mois

- Si le débat entre atterrissage en douceur et atterrissage brutal avait dominé les marchés avant l'été, le premier scénario l'emportant sur le second, **la question du maintien de « taux durablement élevés » constitue désormais le thème clé.**
- La flambée d'inflation est en train de se dissiper, mais toutes les braises ne sont pas encore éteintes. Les banques centrales ne s'aventurent pas à annoncer la fin du resserrement monétaire, mais elles observent bel et bien une pause. **Les données macroéconomiques demeurent étonnamment robustes, en particulier aux États-Unis, ce qui incite les marchés à croire, à tort ou à raison, que les taux des banques centrales resteront à leurs niveaux (élevés) actuels plus longtemps que prévu au début de l'été.** Examinons ces chiffres de plus près.
- Par rapport aux sommets de 2022, la baisse de l'inflation a été significative, s'établissant à environ 4 % en variation annuelle, mais elle se situe toujours au-dessus des objectifs déclarés par la Fed et la BCE. Selon les estimations du consensus des économistes, elle devrait retomber aux alentours de 2 % à la fin 2024. Néanmoins, **la hausse du prix du pétrole, qui s'est amorcée en juin en raison des réductions de la production, peut ralentir le processus de désinflation sans toutefois le remettre en cause, dès lors que les autres matières premières ne se renchérissent pas.**
- Dans l'hypothèse de « **taux durablement élevés** », l'inflation tarderait à se rapprocher de l'objectif de 2 %.

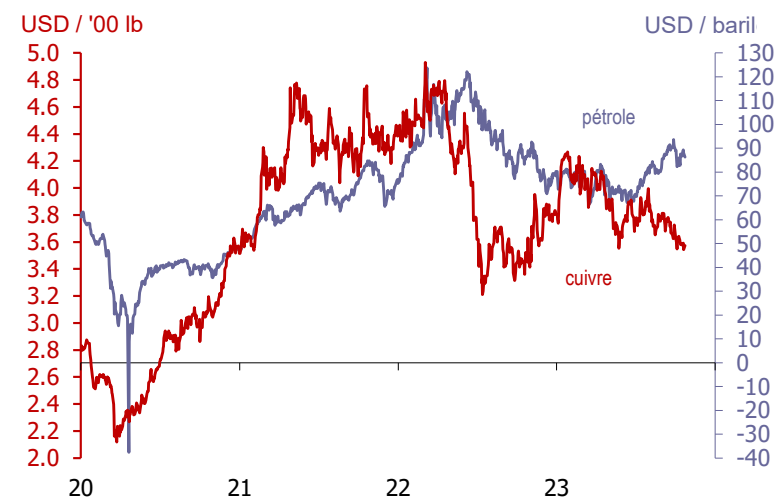
## Des taux durablement élevés ?

### Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

### Prix du pétrole et du cuivre



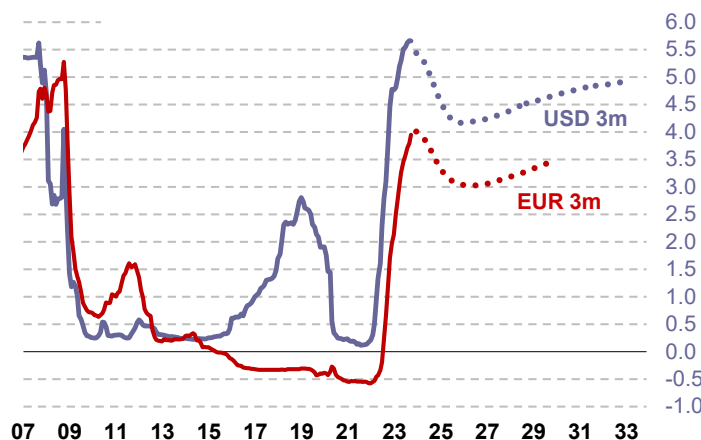
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

- Le maintien de « taux durablement élevés » ne signifie pas pour autant que ceux-ci vont encore augmenter. Certes, ni la Fed ni la BCE n'ont officiellement annoncé la fin du resserrement de leur politique monétaire, mais elles marquent à l'évidence une pause. En outre, les contrats à terme sur le marché monétaire reflètent implicitement depuis plusieurs mois l'hypothèse selon laquelle le **taux de 5,5 % pour les Fed Funds et de 4,5 % pour les opérations de refinancement de la BCE pourraient être les niveaux maximums du cycle haussier.**
- **Les investisseurs tentent désormais de déterminer ce que pourrait être le niveau d'équilibre des taux** lorsque les banques centrales assoupliront les conditions monétaires, vraisemblablement à partir du second semestre 2024.
- **Depuis l'été, le niveau d'équilibre durable indiqué par les marchés a sensiblement augmenté et se situe actuellement, d'après les contrats à terme sur le marché monétaire, entre 4 % et 4,5 % pour les États-Unis et entre 3 % et 3,5 % pour la zone euro.** Ces chiffres associés au contexte de « taux durablement élevés » sont à l'origine de la hausse des parties longues des courbes, dont l'inversion marquée reflétait des anticipations de futures baisses des taux, désormais largement réajustées.
- **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. Les courbes n'étant plus inversées, les parties longues deviennent également plus intéressantes en termes de valorisations.**

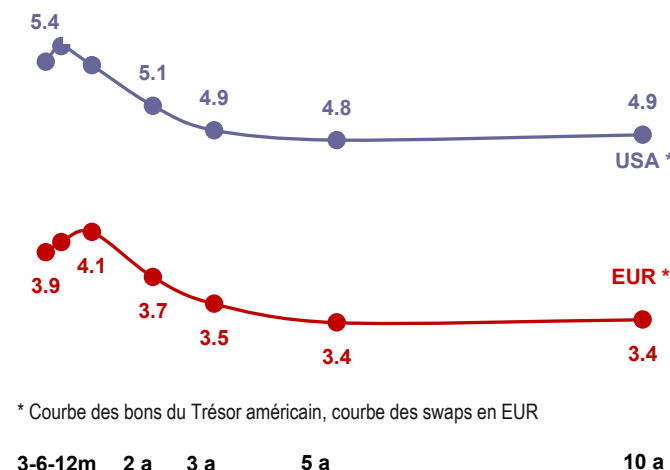
### Taux à 3 mois aux États-Unis et dans la zone euro

(données historiques + contrats à terme à 3 mois)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### Courbes des taux aux États-Unis et dans la 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)

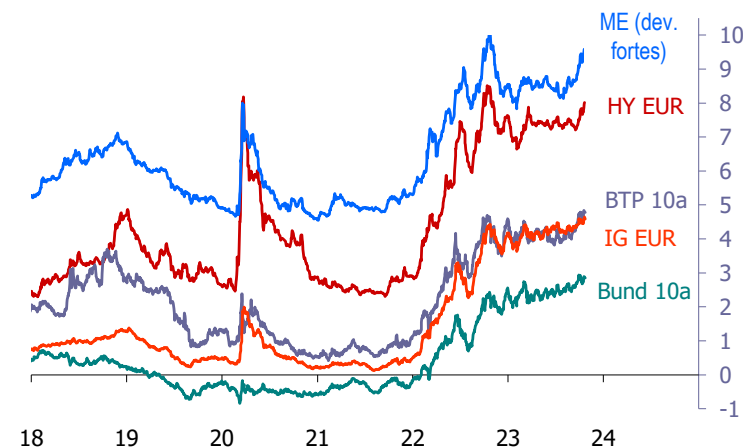
- L'Italie figure parmi les pays à surveiller, son spread ayant augmenté de 160 à 200 points de base entre août et mi-octobre. L'élargissement est en partie dû au ralentissement de l'activité économique dans la zone euro, qui a creusé les spreads de la plupart des pays par rapport à l'Allemagne, ainsi qu'à la révision à la hausse des objectifs de déficit pour l'année en cours et celles à venir, une décision qui devra à présent passer sous les fourches caudines de la Commission européenne et des agences de notation.
- À 200 points de base, le spread de l'Italie peut être considéré comme attrayant, mais pas extrême, se situant à mi-chemin entre le niveau d'excès d'optimisme, (historiquement autour de 100 points de base), et celui d'excès de pessimisme (entre 250 et 300 points de base) qui a procuré les opportunités de surpondération les plus intéressantes.
- À ces niveaux, les obligations d'État italiennes permettent d'augmenter le rendement attendu de la poche des investissements obligataires en euros. Cependant, parmi les émetteurs à spread, nous préférons les obligations d'entreprises Investment Grade qui offrent, dans l'ensemble, des rendements à l'échéance similaires à ceux de l'Italie avec une plus grande diversification des émetteurs (et par conséquent un risque moindre).

### Spread Italie-Allemagne, taux à 10 ans



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

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

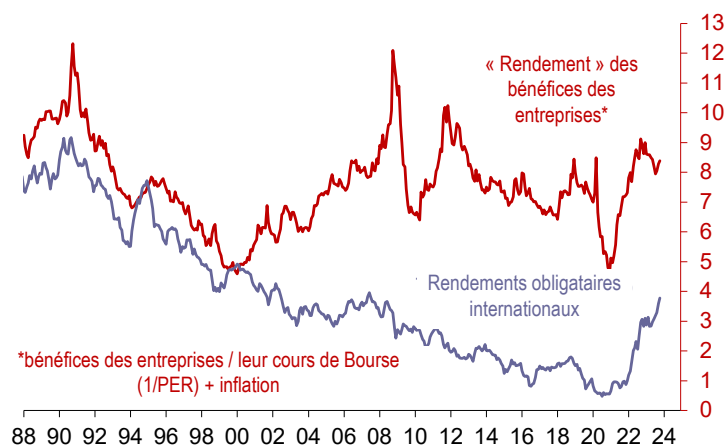


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

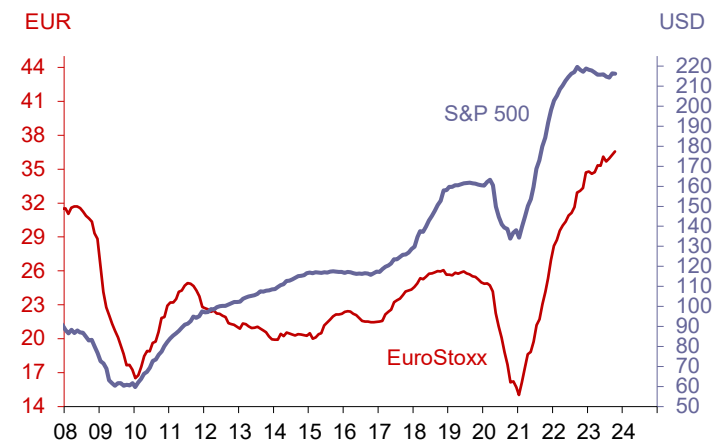
- Les marchés actions ont été la bonne surprise de 2023, bénéficiant de la résilience de la croissance économique qui a évité le ralentissement brutal tant redouté. **Cependant, depuis que le thème des « taux durablement élevés » a pris le pas sur le débat entre atterrissage en douceur et atterrissage brutal, les actions ont marqué une pause et fait l'objet de prises de bénéfices.**
- La correction actuelle n'est pas liée à des facteurs propres au marché boursier, mais est le reflet de la nouvelle phase de normalisation des taux d'intérêt. Alors que les taux obligataires repartent à la hausse, le rendement des actions (le rendement des bénéfices des entreprises) augmente également dans la même mesure, ce qui maintient inchangée la prime de risque offerte par les actions.
- Une telle correction doit être considérée comme saine, car elle résorbe les excès techniques qui s'étaient accumulés, et pourrait être mise à profit, dans le cadre d'une approche à contre-courant, pour renforcer les positions. **Le scénario défavorable à éviter, pour les marchés actions, est le ralentissement brutal de l'économie, une hypothèse actuellement non étayée par les données, en particulier en ce qui concerne les États-Unis, qui déterminent in fine l'évolution du cycle mondial.**

## Rendement des obligations vs « Rendement » des bénéfices des entreprises\* (JPM Global Bond vs MSCI World)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

## Bénéfices par action aux États-Unis et dans la zone euro



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](http://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