



# The Globe

---

La stratégie d'investissement  
d'Eurizon

20 décembre 2023

# Scénario de référence

ME

## Macro-économie

Les marchés financiers finissent l'année au pas de course, sur fond de recul de l'inflation et de signaux accommodants des banques centrales.

La Fed comme la BCE ont laissé leurs taux inchangés à l'issue des réunions de décembre. Jerome Powell a indiqué que la Fed pourrait discuter d'une réduction de ses taux en 2024, Christine Lagarde déclarant, pour sa part, que la question était prématurée.

L'inflation, qui est tombée à 3,1 % aux États-Unis et à 2,4 % dans la zone euro, se rapproche désormais des objectifs des banques centrales. Toutefois, l'inflation sous-jacente s'élève encore à 4,0 % et 3,6 % respectivement, ce qui explique le peu d'empressement des banques centrales à lâcher du lest sur les taux d'intérêt.

Les statistiques macroéconomiques confirment la progression régulière de l'activité aux États-Unis, l'économie ayant absorbé les excès post-Covid sans freinage brutal. Le ralentissement est plus évident dans la zone euro qui pâtit de la faible dynamique de la Chine et du commerce mondial.

Cependant, des signes positifs apparaissent à cet égard au niveau des échanges internationaux, qui se stabilisent après deux années de ralentissement, et de la Chine, qui poursuit sa politique de relance modérée de son économie.

L'incidence macroéconomique des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine demeure limitée.

- L'inflation a de nouveau reculé en novembre et ressort à 3,1 % en rythme annuel aux États-Unis et à 2,4 % dans la zone euro. L'activité économique continue de ralentir dans la zone euro tandis que son expansion se poursuit outre-Atlantique.
- La Fed et la BCE ont achevé le resserrement de leur politique monétaire mais ne sont pas disposées à exaucer les espoirs de réduction des taux dans l'immédiat. Les premières baisses pourraient intervenir vers la mi-2024.

AA

## Allocation d'actifs

- Le recul de l'inflation et la fin du resserrement monétaire constituent un environnement porteur pour les marchés obligataires.
- La stabilisation des taux d'intérêt est favorable aux actifs risqués, alors que la croissance économique ralentit sans toutefois montrer de signes de récession.

T

## Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands qui offrent des rendements attrayants, soutenus par les anticipations de baisses de taux en 2024.
- La fin du resserrement monétaire est une bonne nouvelle pour les obligations « à spread » dont les taux de rendement et les spreads se situent à des niveaux historiquement intéressants.

A

## Actions

- Les marchés actions affichent des valorisations intéressantes dans une optique de moyen terme, la correction estivale ayant résorbé les excès techniques accumulés auparavant.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis et l'Europe.

D

## Devises



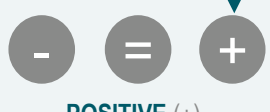


- La vigueur de l'économie américaine face au ralentissement en Europe pourrait être un facteur de soutien pour le dollar, mais il est contrebalancé par la posture de la Fed, actuellement moins stricte que la BCE.

# Stratégie d'investissement

Le scénario de référence repose sur un niveau d'inflation proche des objectifs des banques centrales, associé à un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro mais pas aux États-Unis. Les banques centrales ont fini de relever leurs taux d'intérêt et pourraient les réduire en 2024 lorsque la baisse de l'inflation sera consolidée. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine n'affectent guère les marchés. Notre opinion reste positive sur la duration, les marchés à spread et les actions. Nous augmentons la pondération des obligations à spread dans la zone euro. L'exposition au dollar est ramenée à un niveau neutre, tandis que nous surpondérons le yen.

## CLASSE D'ACTIFS

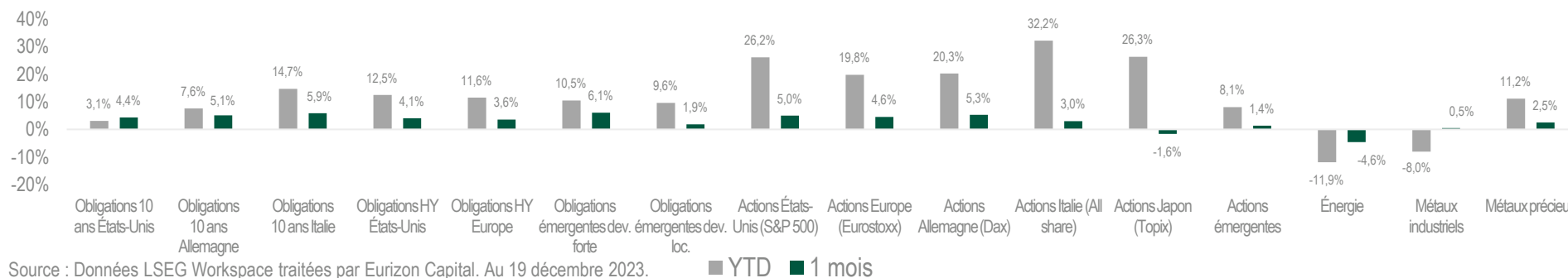
## OPINION

<p><b>PRODUITS DE TAUX</b> Emprunts d'État internationaux</p>	 <p><b>POSITIF SUR LES ÉTATS-UNIS (+)</b> <b>POSITIF SUR L'ALLEMAGNE (+)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur la duration 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>PRODUITS DE TAUX</b> Spreads de crédit</p>	 <p><b>POSITIF SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES (=)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.</b> Notre opinion évolue de neutre à positive à l'égard des emprunts des pays périphériques de la zone euro.</p>
<p><b>PRODUITS DE TAUX</b> Spreads de crédit</p>	 <p><b>POSITIF (+)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur les obligations à spread.</b> Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des marchés à <i>spread</i>. Notre opinion est favorable à l'égard des obligations Investment Grade, High Yield et des marchés émergents.</p>
<p><b>ACTIONS</b></p>	 <p><b>POSITIF (+)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur les actions.</b> Nous restons optimistes à l'égard des actions. D'un point de vue géographique, nous augmentons l'exposition à l'Europe au détriment des marchés émergents. Notre ordre de préférence est désormais le suivant : (1) États-Unis, Europe, (2) Japon, (3) marchés émergents, Pacifique hors Japon.</p>
<p><b>DEVISES</b></p>	 <p><b>NEUTRE SUR LE DOLLAR (+)</b> <b>POSITIF SUR LE YEN (+)</b></p>	<p><b>Opinion positive sur le yen et neutre sur le dollar et les autres devises.</b> Notre opinion demeure positive sur le yen et devient neutre (opinion positive précédemment) sur le dollar. Notre positionnement reste neutre sur les autres devises.</p>

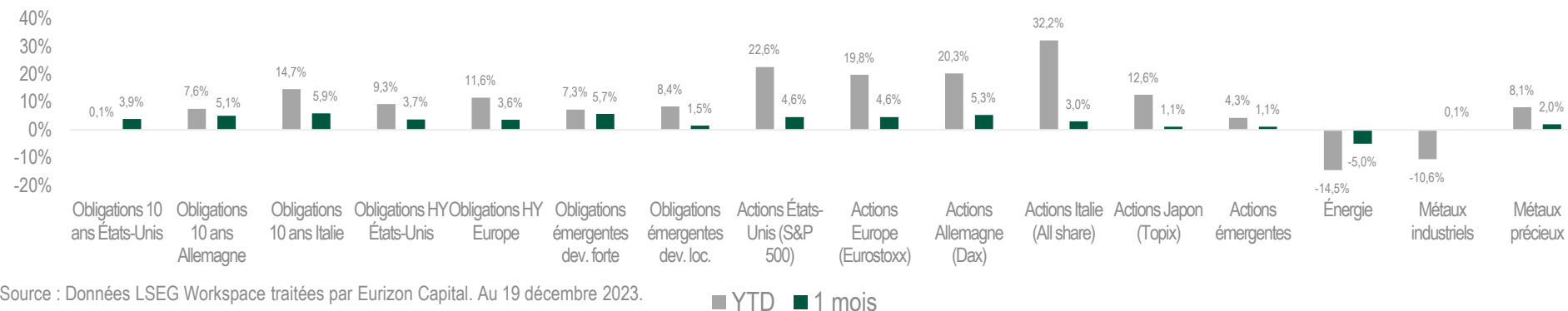
# Comparaison des classes d'actifs

Baisse marquée des taux souverains sur toutes les échéances, mais surtout sur celles courtes. Cependant, l'inversion des courbes de taux américains et allemands persiste. Resserrement des spreads des obligations périphériques de la zone euro ainsi que des obligations d'entreprises *Investment Grade*, *High Yield* et des marchés émergents. Hausse sensible des marchés boursiers qui atteignent de nouveaux plus hauts annuels, à l'exception de l'indice des marchés émergents. Le dollar a reculé à 1,10 contre l'euro.

## Comparaison des marchés en devise locale



## Comparaison des marchés en euros

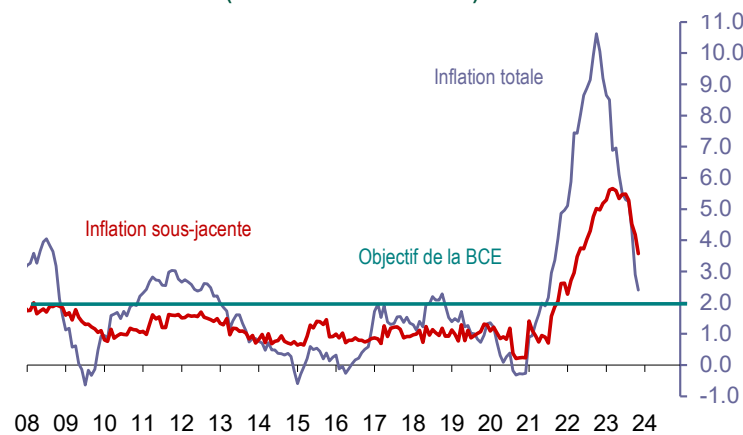


# Le thème du mois

## 2023 : un bilan plutôt satisfaisant

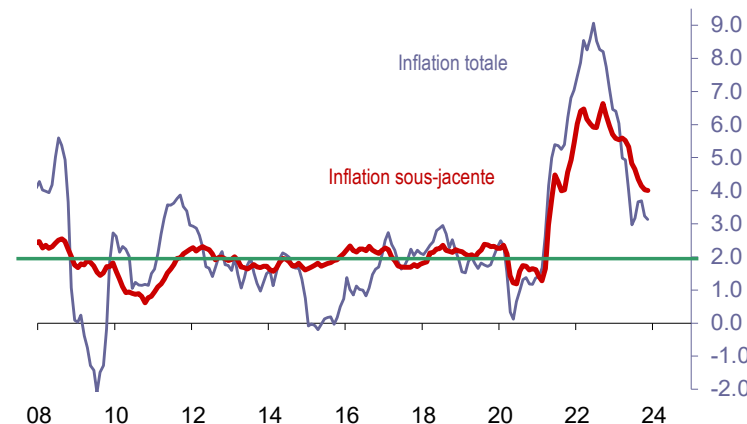
- L'objectif au début de 2023 était on ne peut plus clair : faire chuter l'inflation, fût-ce au prix d'une récession mondiale. À l'heure de dresser le bilan, on peut dire que les choses se sont bien passées : **l'inflation a baissé et il n'y a pas eu de récession.**
- La flambée des prix a commencé au second semestre 2020, lorsque l'économie a redémarré après la première vague de l'épidémie de Covid. Les pics d'inflation ont été enregistrés en juin 2022 aux États-Unis, à 9,1 %, et en octobre 2022 dans la zone euro, à 10,6 %.
- L'année 2023 s'achève avec une inflation annuelle de 3,1 % aux États-Unis et de 2,4 % dans la zone euro.
- Certes, l'objectif de 2 % fixé par les banques centrales n'a pas encore été formellement atteint. Il est vrai que l'inflation sous-jacente reflue plus lentement, s'établissant actuellement à 4 % aux États-Unis et à 3,6 % dans la zone euro. **Toutefois, il est indéniable que le processus de retour à un contexte de stabilité des prix est bien engagé.**
- Au vu de la stabilité des prix des matières premières depuis plusieurs mois et de la normalisation de l'activité économique après les excès post-Covid, **il n'y a aucune raison de penser que le processus de désinflation puisse s'interrompre dans les mois à venir.**

### Inflation des prix à la consommation dans la zone euro (variation annuelle)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

### Inflation des prix à la consommation aux États-Unis (variation annuelle)

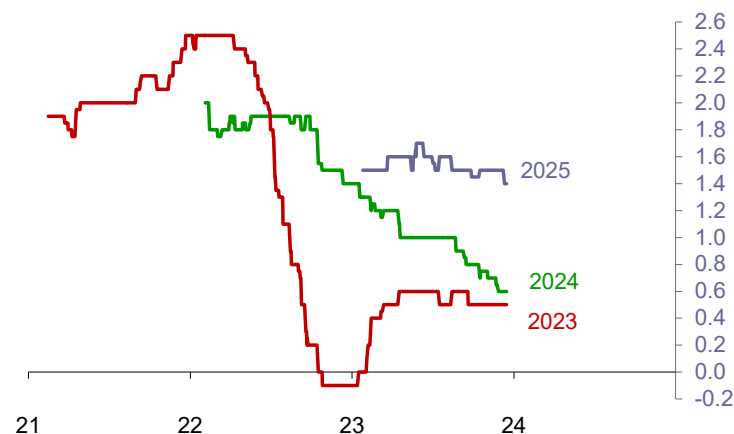


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

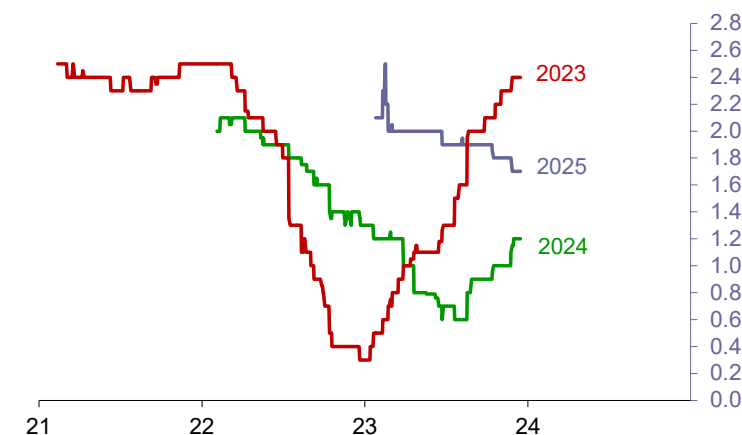
- La vraie surprise de 2023 a été la résilience de la croissance économique, notamment aux États-Unis.
- La récession mondiale redoutée et que beaucoup prédisaient n'a pas eu lieu. Les sombres prévisions de fin 2022 avaient trop mis l'accent sur le resserrement des politiques monétaires, sous-estimant le soutien des politiques budgétaires à l'économie (encore à l'œuvre aujourd'hui). De plus, depuis le second semestre, la baisse de l'inflation a commencé à redonner du pouvoir d'achat aux consommateurs, soutenant ainsi l'activité économique.
- La vigueur de l'économie américaine a été vraiment surprenante. Fin 2022, le consensus tablait sur une croissance à peine positive pour 2023. Ce chiffre a été systématiquement revu à la hausse, à tel point que la croissance réalisée en 2023 est d'environ 2,4 %.
- La zone euro a également échappé à une véritable récession, mais le ralentissement y a été marqué. Les choses ne se sont pas aussi mal passées que ne l'aurait l'estimation de fin 2022, qui prévoyait un taux négatif, mais la croissance en 2023 a été à peine positive et les bonnes surprises à cet égard ne sont arrivées que dans les premiers mois de l'année, alors que le ralentissement a prévalu à partir du printemps.

**Zone euro :  
croissance du PIB pour 2023-2025  
(estimations du consensus)**



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

**États-Unis :  
croissance du PIB pour 2023-2025  
(estimations du consensus)**

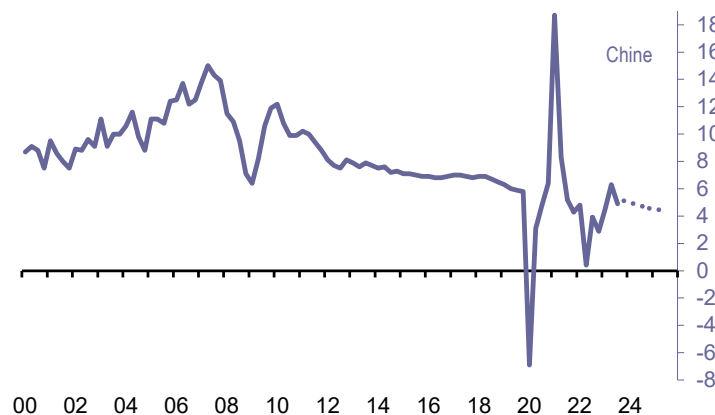


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

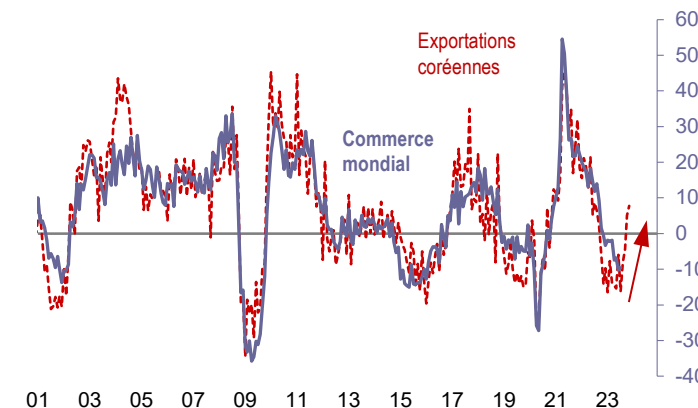
- L'accès de faiblesse de la zone euro, qui contraste avec la vigueur des États-Unis, est en grande partie dû à la faible dynamique de la Chine et du commerce mondial.
- Il est vrai que, par rapport aux cycles pré-Covid, la demande intérieure dans la zone euro est largement soutenue par la politique budgétaire. Toutefois, la zone euro reste encore très dépendante de ses exportations et, partant, de l'évolution du commerce mondial.
- De ce point de vue, l'accélération moins forte que prévu de l'économie en Chine a été un facteur négatif.
- Il convient toutefois de noter que, tout en évitant une reprise en V comme l'ont connu les États-Unis et l'Europe à la sortie de l'épidémie de COVID, la Chine a atteint l'objectif de croissance de 5 % fixé par le gouvernement. Et tout compte fait, le choix de la Chine de modérer la croissance a contribué à accélérer la baisse de l'inflation à travers le monde.
- Enfin, dans une vision prospective, il est satisfaisant de noter la stabilisation des indicateurs du commerce mondial au terme de 2023 après deux années de baisse. Il est probable qu'après l'élimination en 2023 des excès de la période 2021/2022, le cycle industriel retrouve une trajectoire normale ; une évolution qui, si elle se confirme, se traduirait par une prolongation du cycle économique mondial.

### Chine – croissance annuelle du PIB



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

### Commerce mondial – variation annuelle en % (world export to world – FMI)

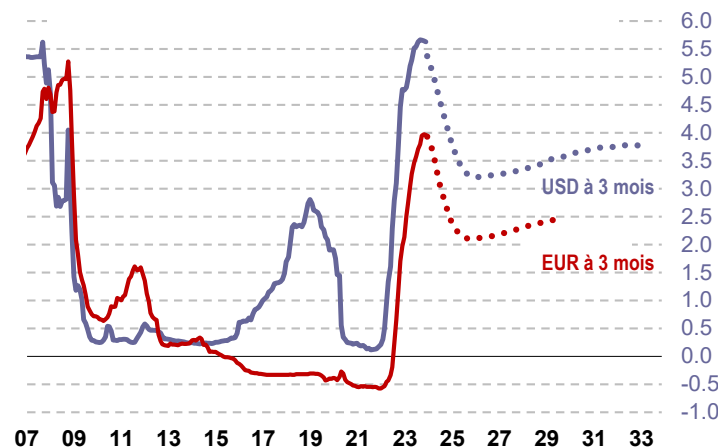


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

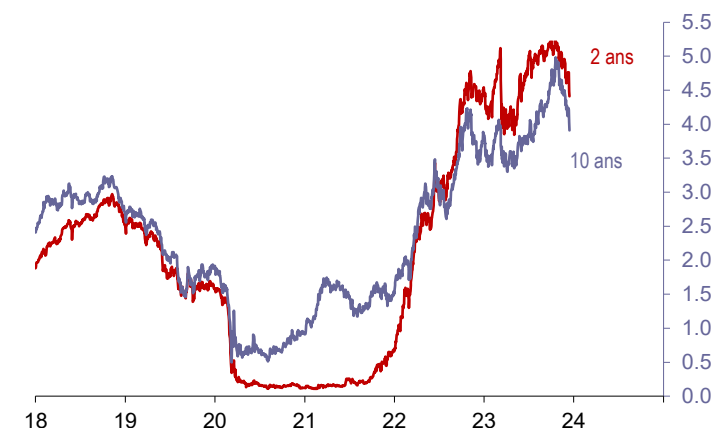
- En 2023, les banques centrales ont achevé le resserrement engagé en 2022.
- La Fed a relevé ses taux à quatre reprises en 2023 (+100 points de base), complétant une série de onze hausses commencée en mars 2022. **Sur l'ensemble du cycle, le taux des fonds fédéraux est ainsi passé de 0,25 % à 5,5 %.**
- S'agissant de la BCE, le taux de rémunération des dépôts, qui était négatif en juillet 2022 (-0,5 %), s'élève à présent à 4,0 %. Soit une hausse de 450 points de base, scindée en dix relèvements, dont six en 2023 (+200 pb).
- Face à la politique extrêmement agressive des banques centrales, les marchés obligataires se sont de nouveau montrés très volatils durant l'année. Après un début d'année marqué par la baisse de l'inflation et les craintes de récession mondiale, attisées en mars par les tensions autour des banques régionales américaines, les taux souverains ont repris leur ascension entre le printemps et l'automne, dépassant les plus hauts de 2022 tant sur les échéances courtes que sur celles plus éloignées.
- Ils ont ensuite chuté rapidement entre octobre et décembre dans le sillage de la baisse de l'inflation et des déclarations accommodantes des banques centrales.

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



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

### États-Unis : taux souverains



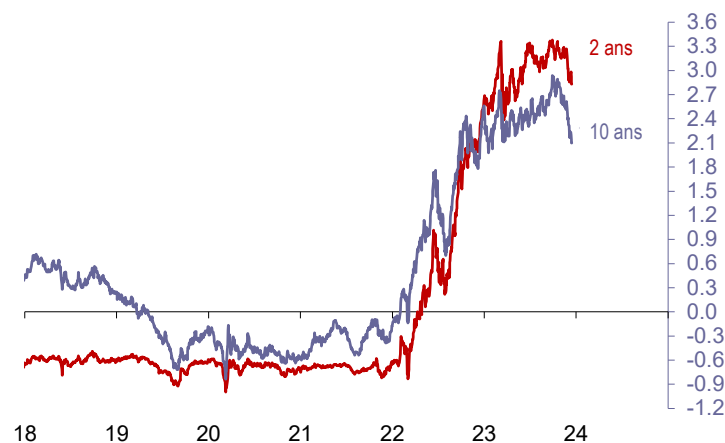
Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital



# Le thème du mois (suite)

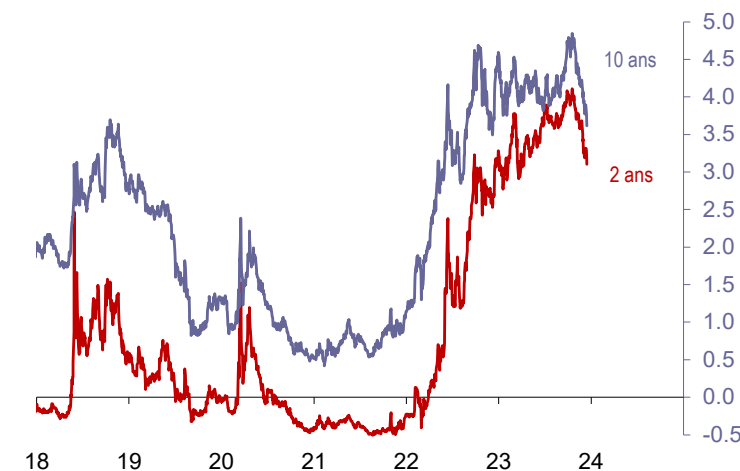
- Les emprunts d'État affichent un rendement absolu positif en 2023, y compris les obligations américaines qui ont connu la plus forte hausse des taux. Toutefois, pour la deuxième année consécutive, la volatilité a été extrêmement élevée et bien supérieure aux caractéristiques historiques des marchés obligataires.
- Il est souhaitable, voire probable, que l'ajustement prévu de l'inflation et de la croissance économique en 2024 ramène la volatilité des marchés obligataires aux niveaux typiques de ces actifs financiers.
- Les marchés obligataires de la zone euro, eux aussi très volatils, ont affiché un rendement absolu supérieur à celui des États-Unis, même si la BCE a relevé ses taux plus vigoureusement que la Fed en 2023 (200 pb contre 100 pb).
- La raison en est le ralentissement de l'économie de la zone euro, qui a effectivement freiné la remontée des taux obligataires indépendamment de l'action de la BCE.
- Les taux obligataires italiens sont également très volatils, mais le rendement absolu depuis le début de l'année est largement positif, soutenu notamment par la confirmation des notations attribuées par les agences durant l'automne.

### Allemagne : taux souverains



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

### Italie : taux souverains

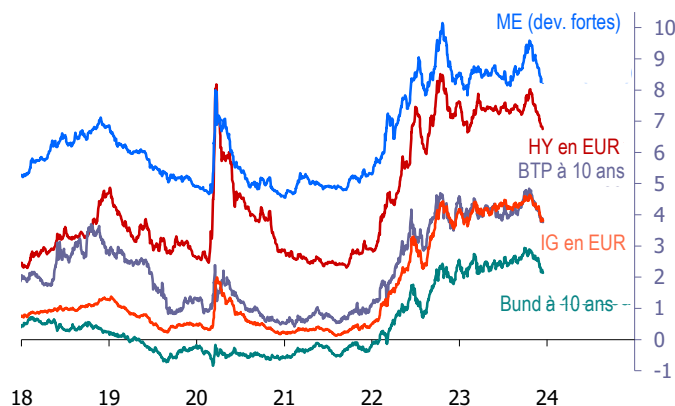


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

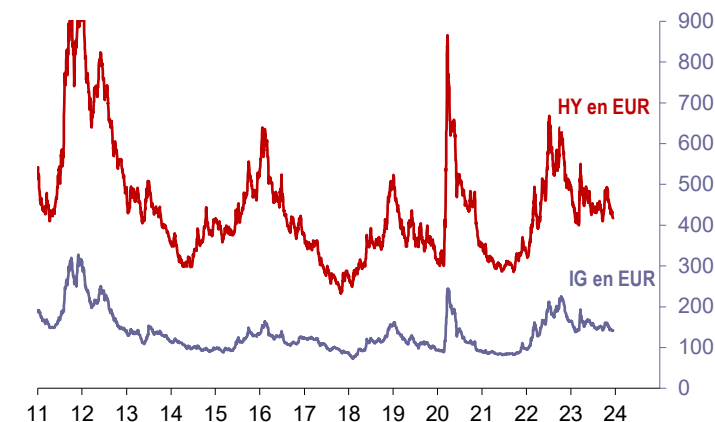
- Les marchés à spread ont affiché des rendements absolus largement positifs, étant d'une part exposés à la volatilité des taux souverains sous-jacents, mais se trouvant, d'autre part, protégés par le niveau des spreads qui s'étaient fortement creusés en 2022.
- Les rendements des segments plus risqués (High Yield et marchés émergents) n'ont pas atteint de nouveaux sommets par rapport à 2022, la hausse des taux souverains sous-jacents étant plus que compensée par le resserrement des spreads, conséquence de la résilience plus forte que prévu de l'activité économique.
- Bien qu'ils aient reculé en 2023, les spreads des obligations *Investment Grade*, *High Yield* et des marchés émergents restent supérieurs à leurs niveaux habituels en fin de cycle, ce qui les rend attractifs dans la perspective de 2024.

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



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

### Obligations d'entreprises en EUR (spread par rapport aux emprunts d'État)

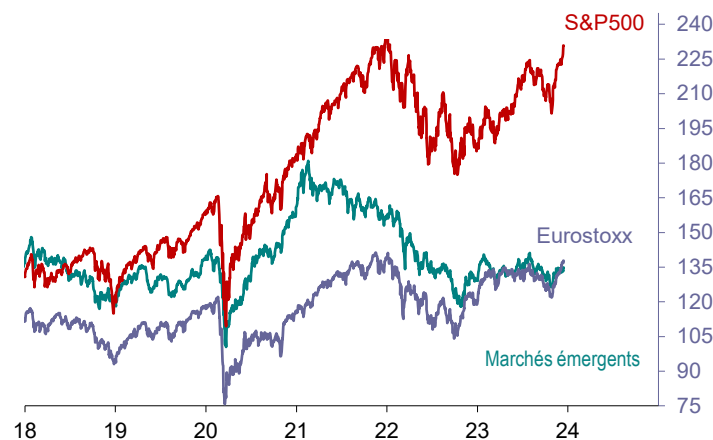


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

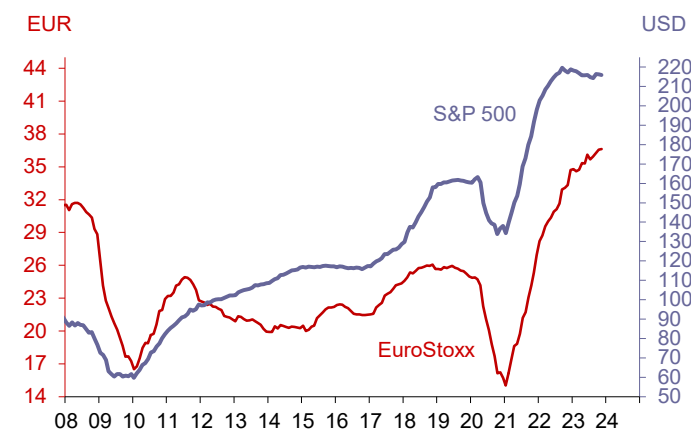
- L'année a été faste pour les marchés actions.
- Les indices agrégés des États-Unis et de la zone euro ont effacé la quasi-totalité des pertes subies en 2022. Les marchés émergents affichent également des performances positives mais nettement plus modestes, en raison notamment de la faiblesse du marché boursier chinois.
- Aux États-Unis et dans la zone euro, la reprise s'est principalement concentrée sur le secteur technologique, mais la consommation discrétionnaire et l'industrie ont également fait bonne figure, témoignant de l'optimisme quant au prolongement du cycle économique mondial. Dans la zone euro, le secteur financier s'est également bien comporté, grâce au retour des taux d'intérêt en territoire largement positif.
- Les cours des actions ont progressé dans un contexte de stabilité des bénéfices aux États-Unis et de légère croissance en Europe. Par conséquent, les valorisations sont plus onéreuses qu'à la fin 2022, mais elles demeurent attrayantes à moyen terme.
- À l'horizon 2024, la poursuite du cycle économique mondial, dans un contexte d'inflation modérée et d'anticipation de baisse des taux directeurs, est un facteur favorable aux entreprises et susceptible de soutenir les cours des actions.

## Marchés actions américains, de la zone euro et émergents (indices en devises locales)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

## Bénéfices par action aux États-Unis et dans la zone euro (BPA glissants, source : IBES)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

- En 2023, le taux de change **euro/dollar s'est révélé volatil**, fluctuant entre 1,05 et 1,13 sans direction précise.
- **2024 pourrait également s'avérer peu directionnelle pour le dollar**, soumis à deux tendances qui s'équilibrent.
- L'économie américaine devrait croître plus fortement que les autres économies développées, ce qui constitue un facteur de soutien pour la monnaie américaine.
- À l'inverse, la poursuite du cycle économique mondial dans un contexte de réduction des facteurs d'incertitude joue généralement en faveur de devises autres que le dollar.

### Taux de change euro - dollar



Source : Données LSEG Workspace 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 : Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 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