

The Globe

Scénario 2024

La stratégie d'investissement
d'Eurizon.

16 janvier 2024

Scénario de référence

2024 se présente comme une année de poursuite du cycle économique mondial, avec un couple croissance-inflation enfin normalisé, après les turbulences post-Covid.

Les Banques Centrales maintiendront leurs taux au cours du premier semestre, mais devraient les diminuer à partir du second semestre, l'inflation étant désormais stabilisée.

Dans le scénario central l'activité économique est prévue comme faible mais positive au début de l'année. Une réaccélération progressive est attendue pour le second semestre, soutenue par la baisse de l'inflation et par la tendance à l'assouplissement des conditions financières.

Le scénario de risque à envisager est un ralentissement de l'économie potentiellement plus marqué que prévu, conséquence tardive de la politique monétaire restrictive.

L'attention des marchés se porte notamment sur un **calendrier géopolitique chargé**. En Europe le vote pour **renouveler le Parlement européen** aura lieu en juin. En novembre se tiendront les **élections présidentielles américaines**. Un calendrier électoral auquel s'ajoute **la guerre en Ukraine et les tensions au Moyen-Orient**.

Les marchés obligataires de base sont attrayants en termes de rendement à l'échéance et pourraient réaliser des plus-values grâce à la baisse des taux officiels. Les marchés à spreads (crédit) sont encore plus intéressants, ajoutant au flux de coupons un éventuel resserrement des spreads.

Pour ce qui est des marchés boursiers, après la reprise de 2023, les valorisations sont moins intéressantes qu'il y a un an, mais la tendance à la hausse peut se poursuivre, soutenue par la croissance des bénéfices.

ME

Macro-économie

- En 2024 l'inflation devrait revenir aux objectifs des Banques Centrales et la croissance économique devrait rester positive et modérée.
- Les contrats à terme sur les taux monétaires supposent que la Fed et la BCE maintiendront leurs taux au cours des premiers mois, pour ensuite les diminuer progressivement à partir du milieu de l'année.

AA

Allocation d'actifs

- La combinaison d'inflation stabilisée, de croissance positive et d'assouplissement des taux laisse présager que le contexte sera favorable pour les marchés financiers.
- Les marchés obligataires présentent des taux de coupons et des spreads attrayants. Les valorisations des actions sont moins intéressantes qu'il y a un an mais peuvent augmenter au même rythme que les bénéfices.

T

Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands qui offrent des taux de rendement attrayants, soutenus par les prévisions 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

- La reprise de 2023 suppose déjà, en partie, une évolution positive du cadre macro après le choc inflationniste, mais les bénéfices des entreprises peuvent continuer à augmenter, apportant un soutien solide aux cours des actions.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis et l'Europe.





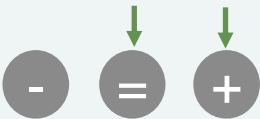
D

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

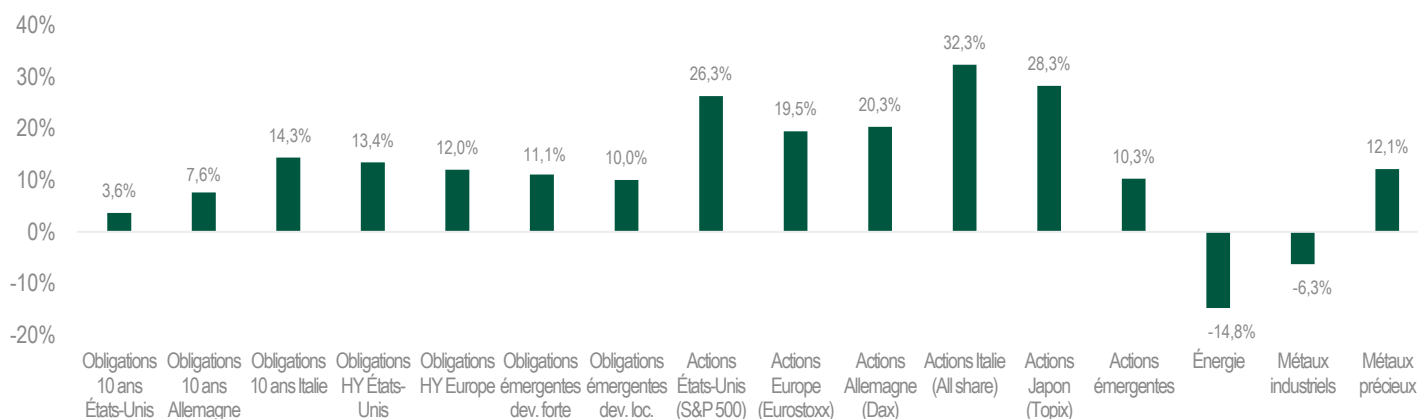
Le scénario de référence repose sur un niveau d'inflation proche des objectifs des Banques Centrales, associé à un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro mais pas aux États-Unis. Les Banques Centrales ont fini de relever les taux et pourraient les réduire lorsque la baisse de l'inflation sera consolidée. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine n'affectent les marchés que de manière limitée. Notre opinion reste positive sur la duration, les marchés à spread et les actions. L'exposition au dollar est neutre, le yen est surpondéré.

CLASSE D'ACTIFS	OPINION	
PRODUITS DE TAUX Emprunts d'État internationaux		Opinion positive sur la duration aux États-Unis et en Allemagne.
	POSITIVE SUR LES ÉTATS-UNIS POSITIVE SUR L'ALLEMAGNE	
		Opinion positive sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.
	POSITIVE SUR LES PAYS PÉRIPHÉRIQUES	
PRODUITS DE TAUX Spreads de crédit		Opinion positive sur les obligations à spread.
	POSITIVE	L'opinion positive concerne tous les segments (<i>Investment Grade</i> , <i>High Yield</i> et marchés émergents).
ACTIONS		Opinion positive sur les actions.
	POSITIVE	En termes géographiques, l'ordre de préférence relative est le suivant : (1) États-Unis, Europe, (2) Japon, (3) marchés émergents, Pacifique hors Japon.
DEVISES		Opinion positive sur le yen et neutre sur le dollar et les autres devises.
	POSITIVE SUR LE YEN NEUTRE SUR LE DOLLAR NEUTRE SUR LES AUTRES DEVISES	

Comparaison des classes d'actifs

Un bilan résolument positif pour les marchés financiers en 2023, avec une reprise significative pour les marchés boursiers et un bilan très positif pour les obligations à spread, grâce à des taux sous-jacents fixes sur l'année et un spread en baisse. Les résultats sont positifs pour l'année, y compris pour les marchés obligataires de base, dans un contexte très volatile. Le dollar est en régression sur le solde annuel, avec une volatilité entre 1,05 et 1,13 sur la période.

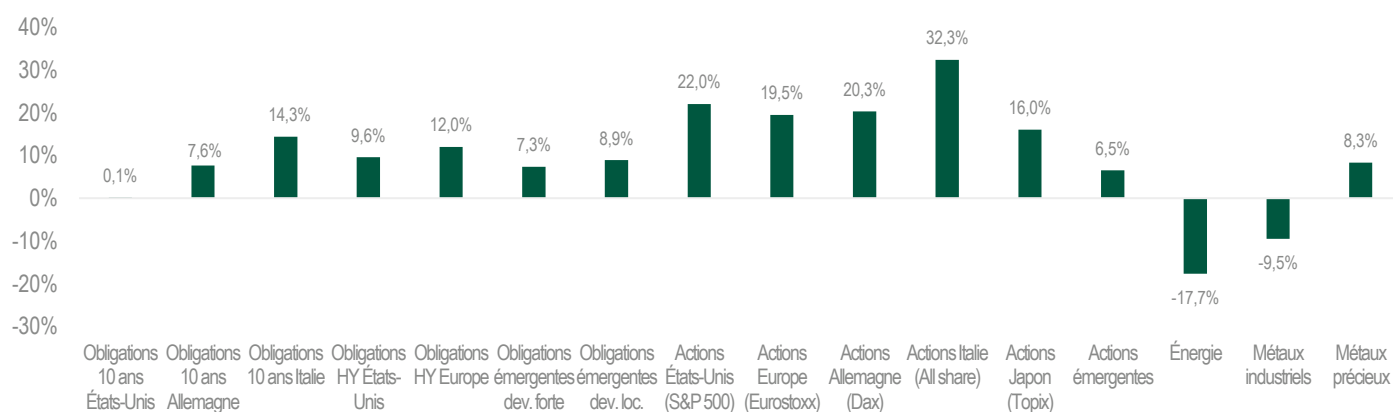
Comparaison des marchés en devise locale



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital. Au 31 décembre 2023.

■ 2023

Comparaison des marchés en euros



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital. Au 31 décembre 2023.

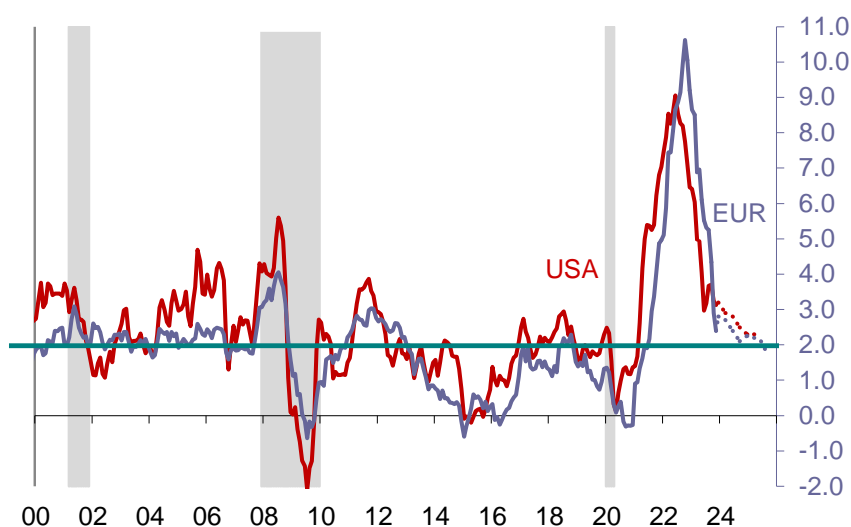
■ 2023

Scénario 2024

- Covid, reprise, inflation, hausse des taux : **les quatre premières années du cycle post-Covid ont été très mouvementées.**
- 2024 est la cinquième année de ce cycle. Pourrait-elle être la première non mouvementée ? La première normale ? Par superstition certaines questions ne devront pas être posées. Mais nous sommes des scientifiques, pas des superstitieux.
- Nous pouvons donc affirmer que **2024, ne serait-ce que sur les premiers mois, se présente comme une année de poursuite du cycle mondial, avec un couple croissance-inflation enfin stabilisé.**
- **L'inflation, qui fin 2023 a diminué de manière plus rapide, devrait continuer de se rapprocher des 2 % (objectif des Banques Centrales).**
- **Les prix des matières premières se sont stabilisés depuis plusieurs mois et n'ont pas subi les conséquences des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.**
- **L'attention se portera sur la rapidité de la diminution de l'inflation de base, qui oscille actuellement entre 3,5 % et 4 % aux États-Unis et dans la zone euro, mais qui devrait, selon le consensus, se situer autour de 2,5 % à la mi-2024.** Cette hypothèse semble pouvoir être confirmée, tandis que le risque d'une inflation plus élevée que prévue semble faible, compte tenu de l'absence de pressions sur les prix à l'origine et d'une tendance toujours positive dans l'activité économique, mais à un rythme très modéré par rapport aux excès de 2021 et 2022.

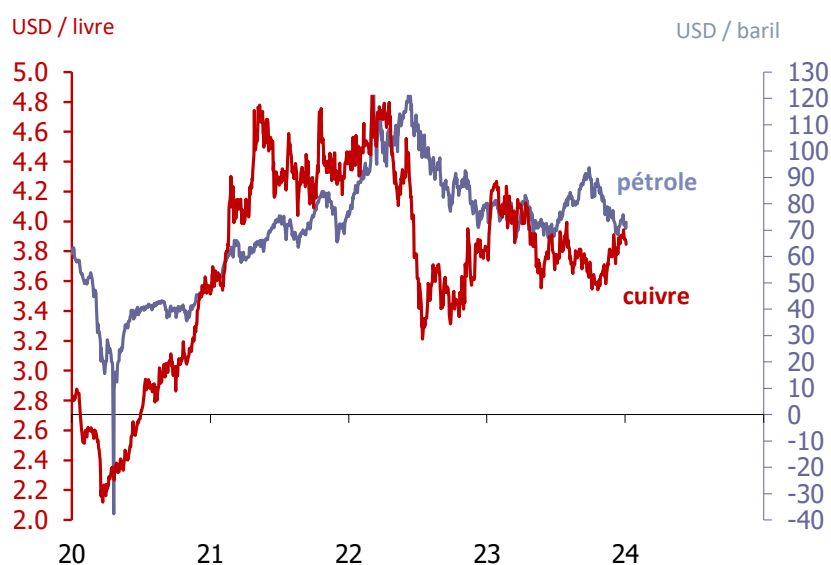
2024, une année normale

Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Prix du pétrole et du cuivre



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

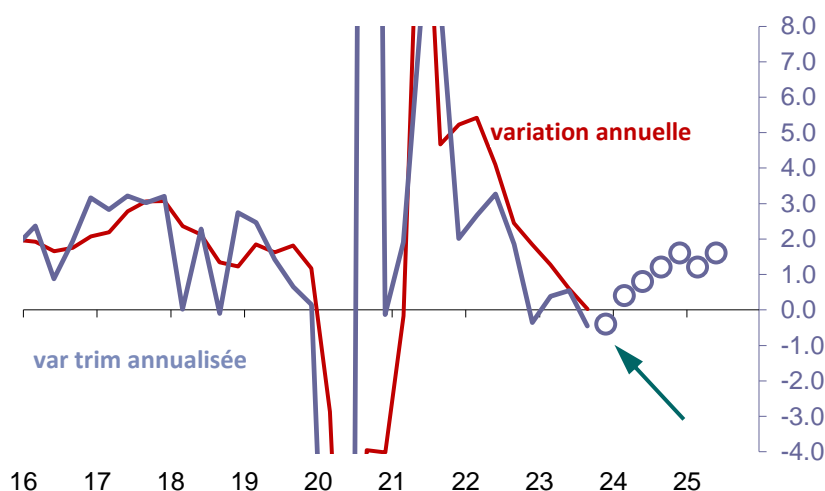
Scénario 2024 (suite)

- La croissance économique devrait, en chiffres du consensus, ralentir aux États-Unis de 2,4 % à 1,3 % et confirmer sa faible croissance de 2023 de 0,5 % dans la zone euro.

- Le profil temporel qui compose les estimations annuelles est toutefois intéressant. En effet, il est prévu que l'activité économique soit faible en début d'année, l'impact de la politique monétaire restrictive et une inflation encore élevée ralentissant l'activité économique.

- Pour le second semestre en revanche, on devrait assister à une réaccélération progressive vers des niveaux de croissance potentielle, autour de 2 % pour les États-Unis et de 1,5 % pour la zone euro. La réaccélération serait soutenue par la baisse de l'inflation, qui redonnerait du pouvoir d'achat aux consommateurs, et par la tendance à l'assouplissement des conditions financières, du fait de la fin de la restriction monétaire.

Zone euro : croissance du PIB – historique et estimations du consensus

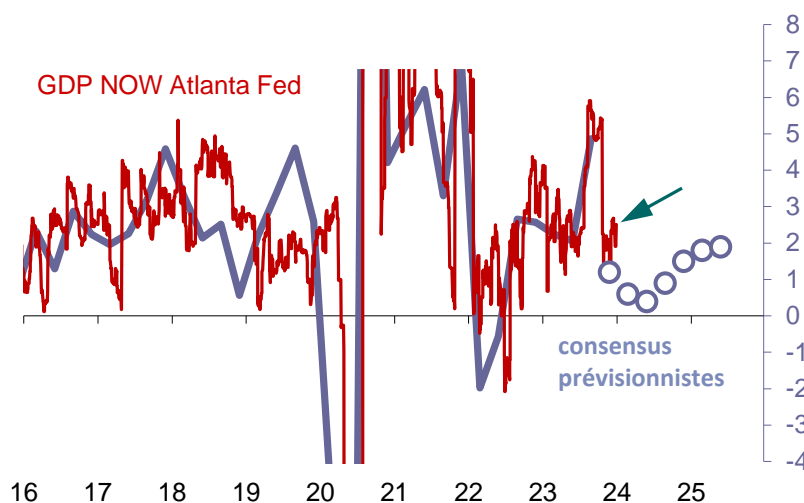


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

- Le scénario décrit par les chiffres du consensus semble pouvoir être confirmé et laisserait présager la normalisation du cycle économique, après les fortes turbulences macroéconomiques causées par le Covid et la sortie post-Covid.

- En ce qui concerne le scénario de risque, il conviendra toutefois de prêter attention à la possibilité d'un ralentissement plus marqué que prévu de l'économie mondiale, en raison de l'effet différé de la politique monétaire restrictive de ces deux dernières années. De ce point de vue, il sera utile de surveiller les agrégats de crédit et les indices de *default*, tandis que la variable de signalisation macroéconomique la plus importante sera le marché du travail américain, dont la vigueur a jusqu'à présent démenti les prédictions d'un atterrissage brutal.

États-Unis : croissance du PIB - historique et estimations du consensus (variation trimestrielle annualisée)

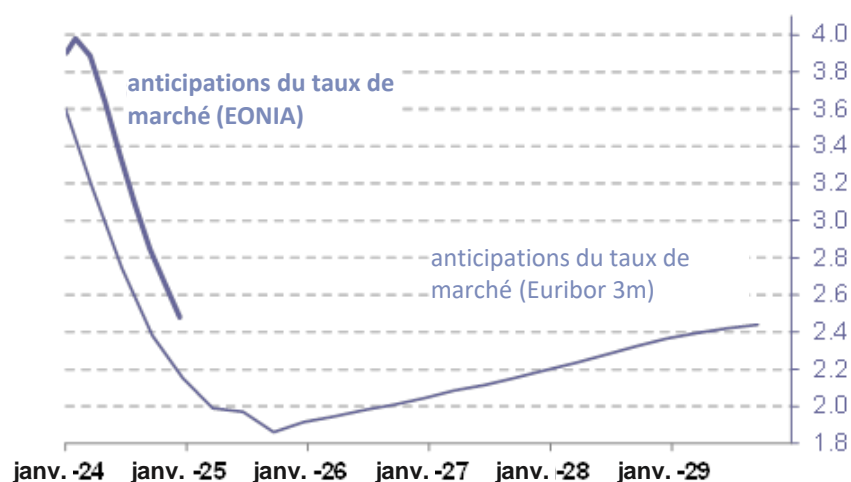


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

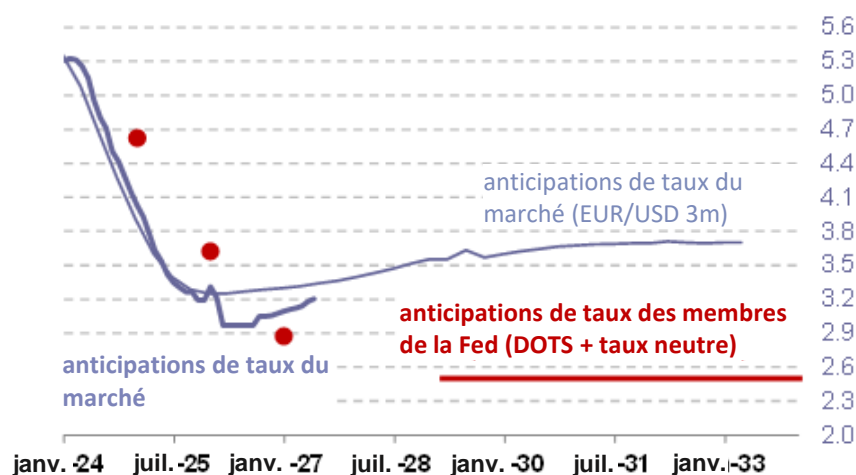
- Dans ce contexte, les **Banques Centrales** auront une marge de manœuvre pour assouplir les conditions de politique monétaire en 2024.
- Ce cycle de baisse des taux serait différent des précédents dans lesquels la baisse des taux d'intérêt était rapide afin de faire face à l'entrée en récession de l'économie mondiale. Cette éventualité pourrait se réaliser dans le scénario de risque (ralentissement marqué de l'économie), mais semble pour le moment peu probable.
- En revanche, dans l'hypothèse centrale les **Banques Centrales** maintiendront les taux aux niveaux actuels au premier trimestre 2024, consolidant ainsi la stabilisation de l'inflation.
- Cependant, la Fed comme la BCE pourraient, vers le milieu de l'année, baisser leurs taux de politique monétaire, actuellement de 5,5 % aux États-Unis et de 4,5 % dans la zone euro, l'inflation se situant désormais autour de 2,5 %.
- Dans ce cas les taux pourraient diminuer de l'ordre de 100 points de base au second semestre 2024 et le parcours de normalisation se poursuivrait au premier semestre 2025 avec un objectif de 3 % - 3,5 % pour la Fed et de 2 % - 2,5 % pour la BCE.

Contrats forward sur l'EONIA et futures sur le taux en EUR à 3 m



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Futures sur les Fed Funds et sur EUR/USD 3 m



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

- Parmi les autres questions au centre de l'attention, citons la Chine, qui a déçu les attentes d'une forte reprise post-Covid en 2023, mais qui a tout de même atteint l'objectif de croissance de 5 % fixé par le gouvernement.

- Pour le consensus, la croissance pour la Chine devrait rester stable en 2024, mais modérée par rapport aux rythmes du cycle pré-Covid. L'estimation ponctuelle de croissance moyenne annuelle est de 4,5 %. Si cela se confirme, il s'agirait là aussi d'un ingrédient stabilisateur non inflationniste pour le cycle économique mondial.

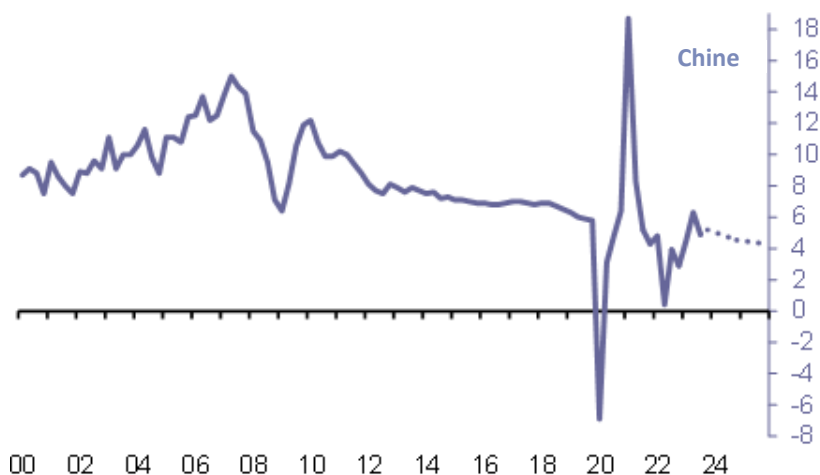
- Le calendrier politique 2024 est assez chargé.

En Europe le vote pour renouveler le Parlement européen aura lieu début juin. Mais le rendez-vous qui attirera la plus grande attention sera les élections présidentielles américaines de novembre.

- Biden se présente avec une cote de popularité assez basse, qui par le passé n'a pas été suffisante pour une réélection. Si son opposant est Trump, ce sera la première fois qu'un ancien président se représente. Une combinaison qui pourrait rendre peu utiles les prévisions basées sur les expériences historiques. Cette question sera au centre de l'attention au cours du second semestre.

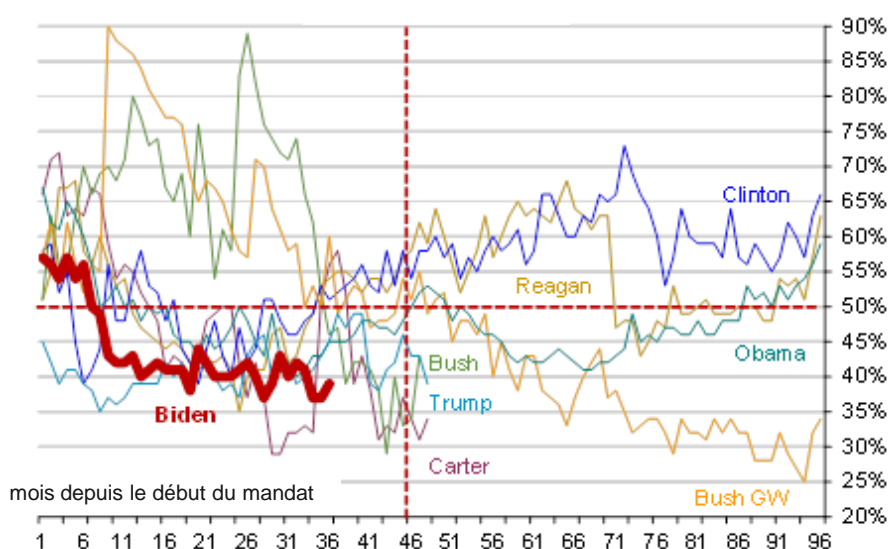
- Ces événements s'ajoutent à la guerre en Ukraine, toujours en cours, et aux tensions au Moyen-Orient, toujours non résolues. Dans une année au cours de laquelle les variables macroéconomiques pourraient se normaliser, les événements géopolitiques pourraient au contraire s'avérer être une source de volatilité.

Chine – croissance annuelle du PIB



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Cote de popularité du Président américain

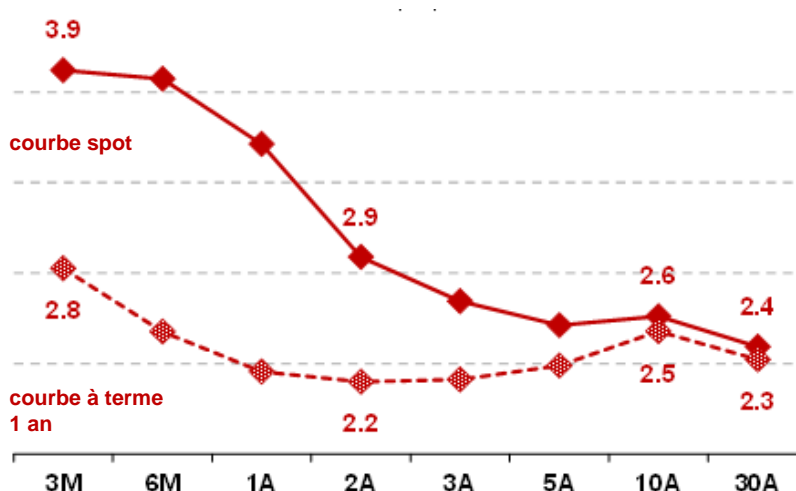


Source : Données de Gallup traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

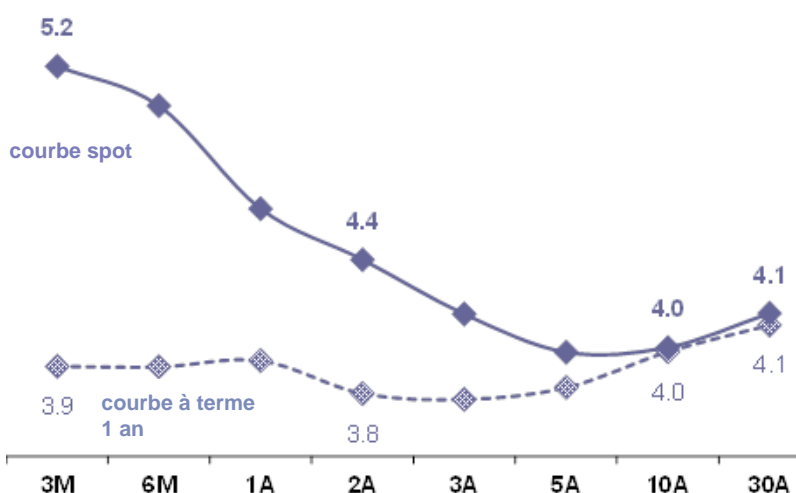
- En ce qui concerne les marchés financiers, le scénario central, qui associe stabilisation du couple croissance-inflation et assouplissement des taux d'intérêt, laisse présager un contexte favorable.
- Pour ce qui est des marchés obligataires de base, il convient de noter qu'ils ont déjà enregistré un rendement absolu positif en 2023, mais que la volatilité a été, pour la deuxième année consécutive, bien supérieure aux caractéristiques typiques de ces actifs.
- 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 à des niveaux normaux.
- Nous surpondérons la durée des emprunts d'État américains et européens. Selon nous les stratégies de pentification des courbes, qui sont encore inversées, et qui à la fin de la normalisation des taux de politique monétaire devraient retrouver une pente positive sont intéressantes.
- Ce sont les indications que l'on trouve dans les courbes à terme, avec des taux courts qui devraient diminuer d'ici un an, grâce aux baisses des Banques Centrales, et des taux longs qui ont peu bougé, reflétant les attentes d'un cycle économique continu, évitant la récession même en 2024.
- Ces attentes permettraient aux investisseurs de profiter du flux de coupons offert par les marchés obligataires, de réaliser des plus-values grâce à la baisse des taux sur les échéances à court/moyen terme, et d'être protégés en cas de ralentissement brutal de l'économie sur les échéances à long terme.

EUR : courbe des taux swap spot et à terme à 1 an



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

États-Unis : courbe des emprunts d'État spot et à terme à 1 an

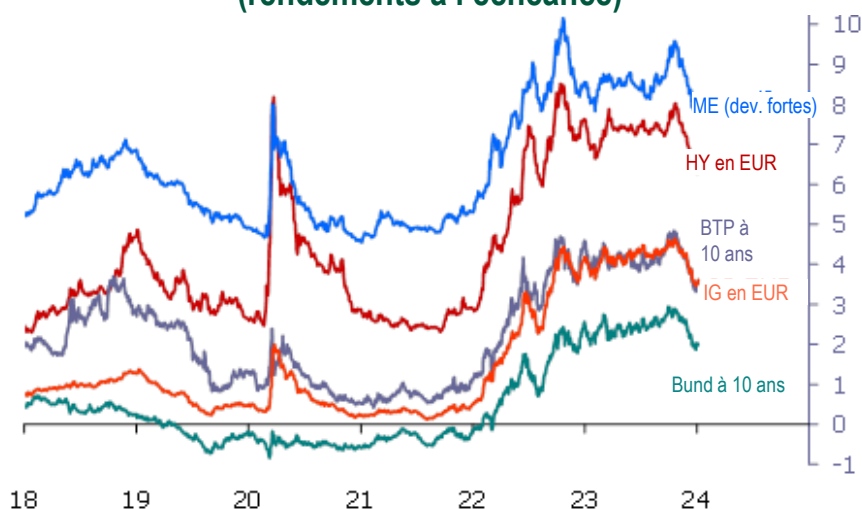


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

- En ce qui concerne les marchés obligataires à spread, les rendements absolus de 2023 ont été très positifs, malgré un contexte de forte volatilité causée par les taux souverains sous-jacents, mais protégés en revanche par des spreads qui en 2022 avaient fortement augmenté.
- Les taux de rendement 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 attrayants dans la perspective de 2024.
- 2023 a été une année très volatile, mais avec un rendement absolu positif y compris pour les obligations italiennes. À 170 points de base, le spread se situe au milieu du corridor 100-250, dans lequel il évolue dans le cycle post-Covid et qui marque les extrêmes de l'optimisme et du pessimisme des investisseurs à l'égard de l'Italie et de la périphérie de la zone euro en général. Le fait d'avoir reçu la confirmation de la notation fin 2023 et d'avoir déjà conclu les accords sur le nouveau pacte de stabilité rend, dans le scénario central, les spreads de l'Italie et de la périphérie attrayants, bien que non extrêmes.

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



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Spread Italie-Allemagne, taux à 10 ans

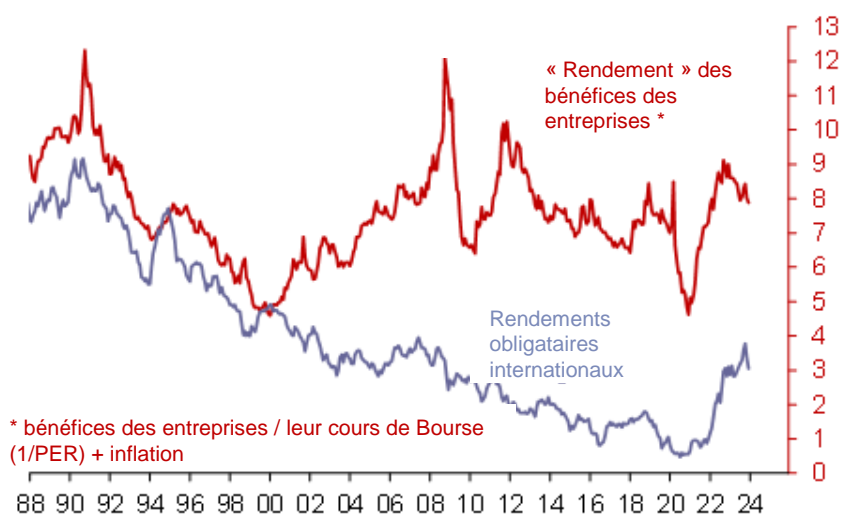


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

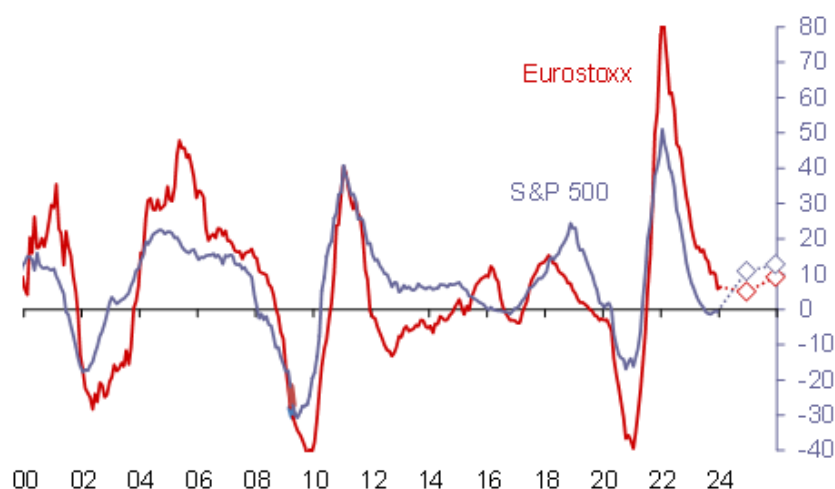
- L'année 2023 a été faste pour les marchés boursiers.
- Les indices agrégés des États-Unis et de la zone euro ont effacé la quasi-totalité des pertes subies en 2022. Bilan plus modeste pour les marchés émergents, notamment du fait de la faiblesse du marché boursier chinois.
- Aux États-Unis et dans 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 a également enregistré de bons résultats, 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. Les valorisations sont donc moins attrayantes que l'année dernière, surtout pour les États-Unis qui restent le marché porteur.
- Mais dans un contexte de poursuite du cycle économique, avec assouplissement des conditions monétaires, les bénéfices des entreprises peuvent continuer à augmenter au même rythme que la croissance moyenne à long terme (8 %-10 % sur une base annuelle) et cela reste un soutien solide pour les cours des actions.

Rendement des obligations vs « Rendement » des bénéfices des entreprises* (JP Morgan Global bond vs MSCI World)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Croissance annuelle des bénéfices du S&P 500 et de l'Eurostoxx (en %)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Scénario 2024 (suite)

- **Dollar volatil**, sans direction claire en 2023 ; **par rapport à l'euro la fluctuation était comprise entre 1,05 et 1,13.**

- **2024 pourrait également s'avérer peu directionnelle pour les devises, le dollar étant 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 le dollar. 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.**

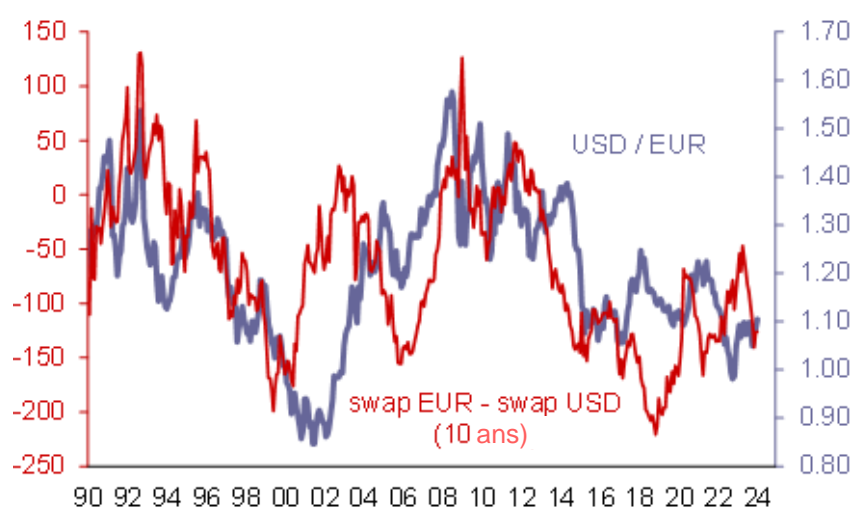
- **Notre opinion est neutre pour le dollar, tout en maintenant une surpondération du yen**, qui est sous-évalué et permettrait de protéger les portefeuilles en cas de surprises négatives du scénario mondial. En outre, dans une année au cours de laquelle la Fed et la **BCE devraient baisser leurs taux, la BoJ pourrait décider de réduire progressivement sa politique monétaire accommodante** étant donné que le cycle de l'inflation est plus lent que dans d'autres régions.

Indice du dollar



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Taux de change dollar/euro et différentiel de taux



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

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



EURIZON
ASSET MANAGEMENT