



# The Globe

---

La stratégie d'investissement  
d'Eurizon

27 juillet 2023

# Scénario de référence

**La baisse de l'inflation aux États-Unis s'intensifie, dans un contexte toujours résilient pour l'activité économique.** Une combinaison qui penche vers la fin de la restriction monétaire, même si ce n'est pas dans l'immédiat.

**Les investisseurs, pour confirmer le scénario vertueux comme central, suivront trois évolutions.**

**L'inflation devra confirmer sa décélération, notamment dans les composants *principaux* et la désinflation, bien visible aux États-Unis, devra s'accélérer dans la zone euro.**

**Les banques centrales devront cesser de relever les taux, décrétant la fin de l'urgence inflationniste.** C'est une évolution probable au cours de l'automne, tant pour la Fed que pour la BCE.

**Enfin, l'activité économique devra continuer à se développer.** L'évolution idéale serait une stabilisation de l'activité industrielle, qui a fortement ralenti ces derniers mois, pour compenser la probable modération des services, liée à une demande intérieure toujours soutenue.

Parmi les scénarios de risque, la possibilité d'une reprise de l'inflation apparaît très improbable, tandis **qu'un ralentissement économique plus sévère que prévu ne peut être exclu**, étant donné que l'impact du resserrement monétaire ne s'est pas encore pleinement manifesté.

**La réaccélération chinoise se confirme en deçà des attentes**, où l'impact des réouvertures a été modeste.

ME

## MacroEconomy

- La baisse de l'inflation aux États-Unis s'accélère, anticipant la modération également dans la zone euro, à un moment toujours positif pour l'activité économique.
- La Fed et la BCE ne sont pas prêtes à déclarer la fin des hausses de taux, mais elles pourraient le faire à l'automne. Le marché voit les taux baisser en 2024.

AA

## Allocation d'actifs

- La combinaison de taux élevés sur les échéances courtes/moyennes et les attentes d'une poursuite du ralentissement macroéconomique rendent les marchés obligataires *principaux* attractifs.
- Les actifs à risque affichent des valorisations intéressantes mais pourraient se montrer volatils tant que le cycle de resserrement monétaire des banques centrales ne sera pas achevé.

FI

## Fixed Income

- 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.
- Parmi les *spread* d'obligations, nous privilégions toujours les obligations *Investment Grade* et aux pays émergents, tandis que notre positionnement reste neutre sur les *High Yield* et les gouvernements italiens.

E

## Equity

- Les valorisations des marchés actions se situent à des niveaux historiquement attractifs, mais l'achèvement du resserrement monétaire et le risque de ralentissement macroéconomique peuvent être une source de volatilité.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis et le Japon.

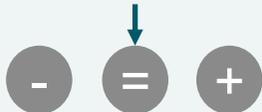
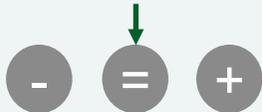
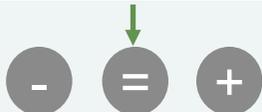
C

## Currencies

- Après la baisse rapide de juillet, l'affaiblissement du dollar pourrait faire une pause, en attendant l'évaluation des actions de la Fed et de la BCE, mais la tendance à moyen terme est à un dollar plus faible.

# Stratégie d'investissement

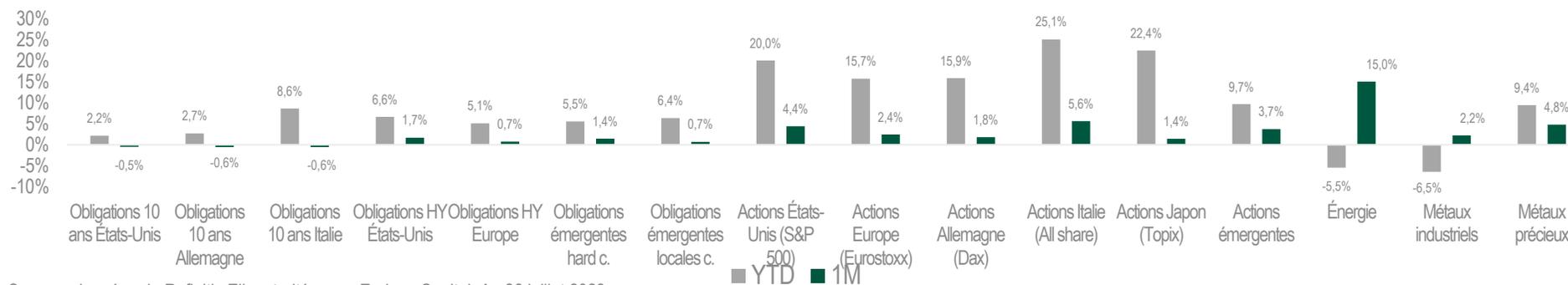
Le scénario de référence associe une inflation en baisse, mais toujours au-dessus de l'objectif, à une activité économique résistante au resserrement monétaire, c'est pourquoi les banques centrales ne sont pas pressées de déclarer la fin de la hausse des taux. Une opinion positive est exprimée sur les emprunts d'État des États-Unis et de l'Allemagne, ainsi que sur les *spread* d'obligations, tandis qu'une position neutre est maintenue sur les actions qui pourraient s'avérer volatiles dans l'attente d'une évaluation du risque de ralentissement macroéconomique et de l'achèvement du resserrement monétaire.

ASSET CLASS	OPINION	
<b>FIXED INCOME</b> Global Government	 <b>POSITIF ÉTATS-UNIS (+)</b> <b>POSITIF ALLEMAGNE (+)</b>	<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.
	 <b>PÉRIPHÉRIQUES NEUTRE (=)</b>	<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.
<b>FIXED INCOME</b> Credit Spread	 <b>POSITIF (+)</b>	<b>Opinion positive sur les <i>spread</i> d'obligations.</b> Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des marchés <i>spread</i> . Notre ordre de préférence est le suivant : (1) <i>Investment Grade</i> et marchés émergents, (2) <i>High Yield</i> .
<b>EQUITY</b>	 <b>NEUTRE (=)</b>	<b>Opinion neutre sur les actions.</b> Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. L'ordre géographique de préférence est : (1) États-Unis et Japon, (2) Europe, (3) Pacifique hors Japon et Marchés émergents.
<b>CURRENCIES</b>	 <b>DOLLAR NEUTRE (-)</b>	<b>Opinion neutre sur le dollar et les autres devises.</b> L'opinion sur le dollar passe à neutre (poids insuffisant) et l'opinion sur les devises restantes est confirmée comme neutre.

# Comparaison des Asset Class

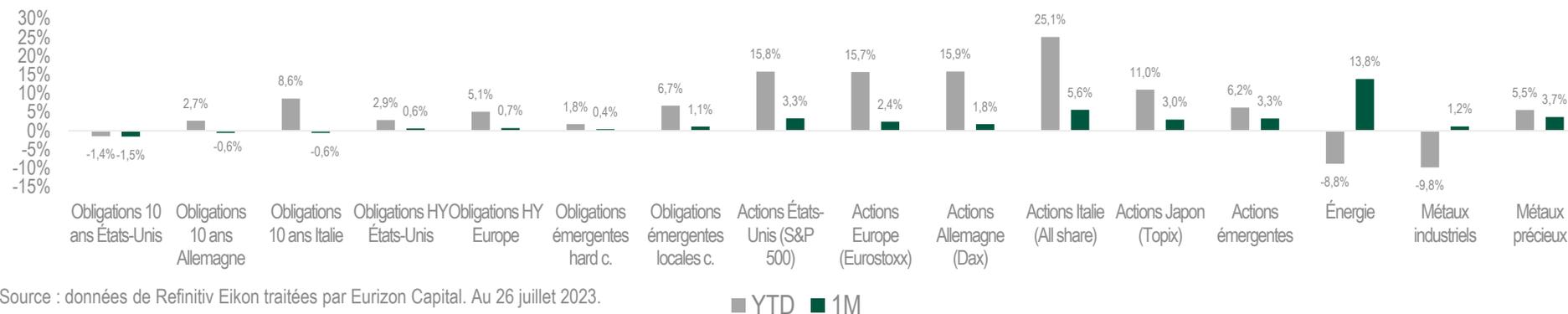
Les taux gouvernementaux ont augmenté dans la première quinzaine de juillet, atteignant à nouveau les sommets de mars, puis ont chuté après la publication de données d'inflation américaines inférieures aux attentes. Courbes des États-Unis et de l'Allemagne toujours fortement inversées. *Spread* lents dans la zone euro, en baisse pour les *entreprises Investment Grade, High Yield* et les marchés émergents. Bilan positif pour les marchés actions, la bourse américaine étant meilleure que les autres. Dollar en baisse, à 1,12 pour un euro.

## Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 26 juillet 2023.

## Comparaison des marchés en euros



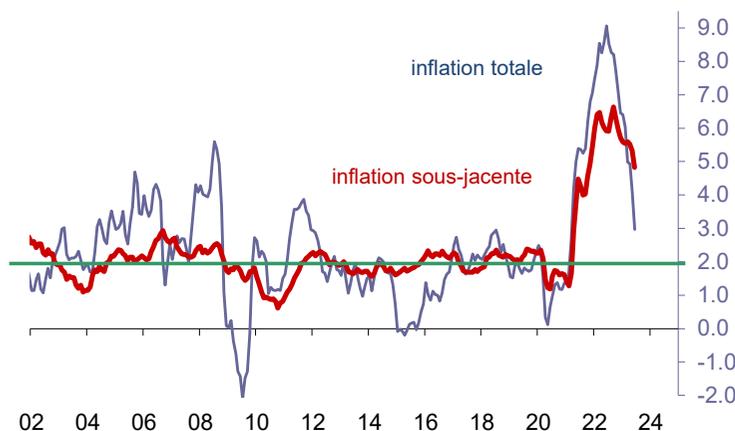
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 26 juillet 2023.

# Le thème du mois

## Trois ingrédients pour le scénario vertueux

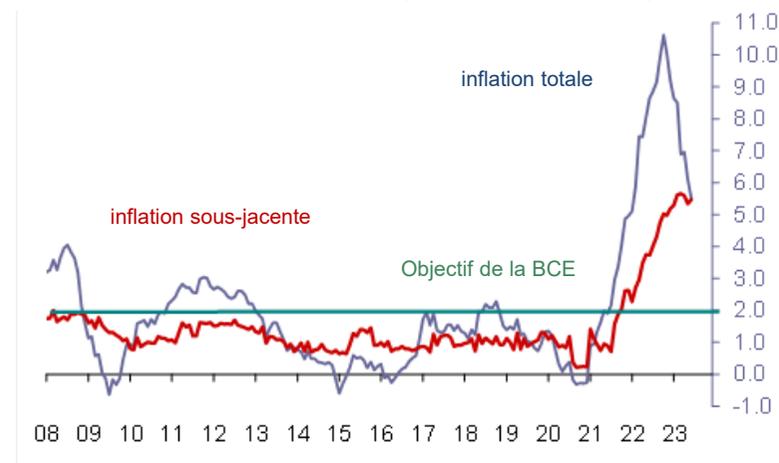
- Au premier semestre 2023, les marchés ont embrassé un scénario vertueux, celui d'un ralentissement en douceur (*soft landing*), après les turbulences inflationnistes post-Covid.
- *Soft landing*: comme tous les *slogans*, à force d'être répété, il risque de devenir un cliché. Au fond, le scénario dans lequel se termine la phase d'une économie en surchauffe et inflationniste (*hot economy*) est vertueux, sans tomber dans la turbulence inverse, à savoir la récession (*hard landing*).
- Les événements vont dans ce sens, mais pour continuer à adopter le scénario « *no hot – no hard* », il y a trois développements à suivre.
- Premièrement, l'inflation doit achever son retour à un niveau bas et stable. Aux États-Unis, où l'inflation totale en glissement annuel est tombée à 3 % en juin, le processus est bien engagé. L'inflation *principale*, à 4,8 % sur un an, reste élevée, mais suit le recul déjà enregistré par les éléments liés à l'énergie. Elle devra surtout accélérer la désinflation dans la zone euro, où l'inflation s'établit à 5,5 % en rythme annuel, en baisse par rapport au pic d'octobre (10,6 %), mais encore trop élevée, notamment dans l'indice *principal*, qui n'a pas encore donné de signaux clairs.

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



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

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

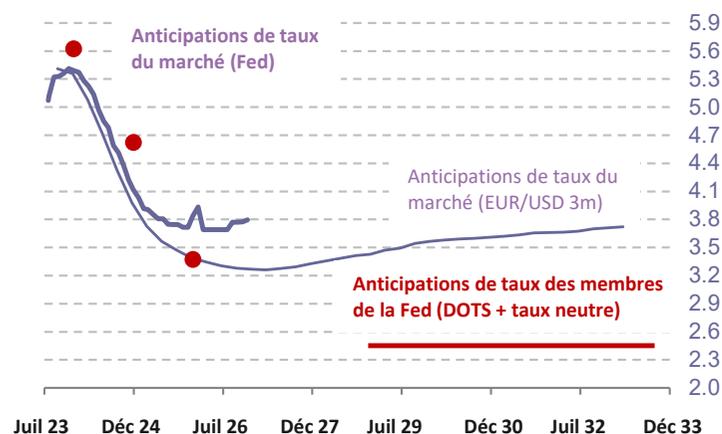


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

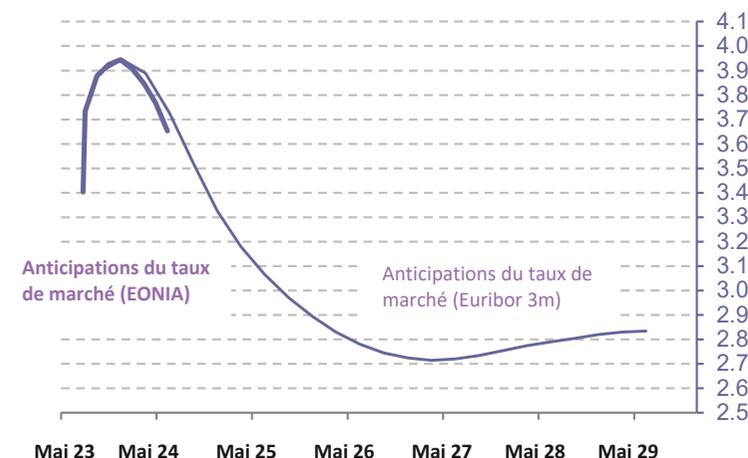
- La deuxième évolution à attendre dans les mois à venir concerne les Banques Centrales, qui devront décréter la fin de l'urgence inflationniste, mettant fin à la hausse des taux.
- Quant à la Fed, après la hausse de juillet, les marchés intègrent une phase d'attentisme. Mais il est également probable que le ton verbal restera dur pendant un certain temps, laissant la place à d'éventuelles nouvelles hausses, si la baisse de l'inflation ralentissait.
- Pour la BCE, le marché anticipe une dernière hausse de 25 points de base à l'automne puis des taux fermes. Dans ce cas également, la BCE ne sera pas pressée de déclarer la phase de restriction terminée et laissera les mains libres pour relancer, si nécessaire.
- Il est compréhensible que, face à une croissance économique toujours positive, les Banques Centrales ne veuillent pas crier victoire trop tôt lors de la bataille contre l'inflation. Mieux vaut en faire trop maintenant, plutôt que de risquer de mauvaises surprises plus tard. Mais **la fin du resserrement monétaire à l'automne, tant aux États-Unis que dans la zone euro, peut être considérée comme l'hypothèse centrale.**
- Et 2024 serait alors une année de baisse des taux, dans un contexte de normalisation post-inflation.

### Contrats à terme sur la Fed Funds et sur l'euro-USD 3m



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### Forward sur EONIA et les contrats à terme sur l'EUR 3m



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

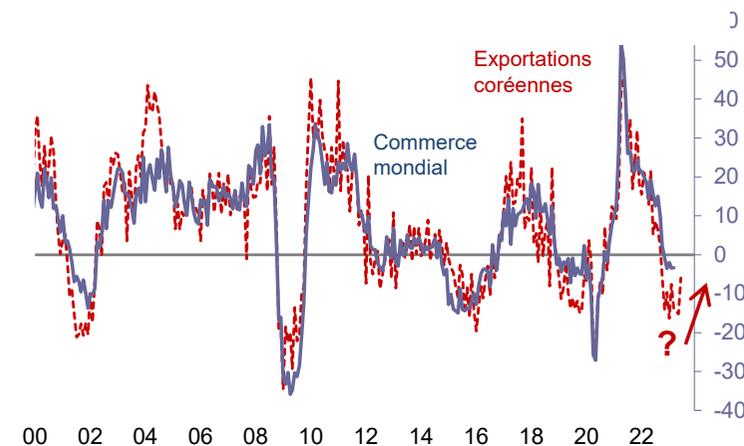
- **Le troisième ingrédient du scénario vertueux**, le plus important et peut-être le plus débattu, **est le maintien de l'activité économique.**
- Les prévisions consensuelles de début d'année laissaient présager une année 2023 marquée par un ralentissement macroéconomique, sans exclure le risque de récession. **En revanche, l'activité économique a surpris positivement**, malgré la forte restriction monétaire décidée par les Banques Centrales.
- **Cependant, la possibilité d'un ralentissement brutal**, effet différé de la hausse des taux, **reste le principal scénario de risque. Pour éviter cela, il sera indispensable que l'activité industrielle se stabilise**, après le fort ralentissement de ces derniers mois, lui-même conséquence de l'excès de production du *boom* post-Covid.
- **En même temps, une modération de l'activité des services est souhaitable**, c'est-à-dire de la demande intérieure, encore trop forte et responsable du fait que la baisse de l'inflation *principale* est jusqu'ici lente.
- **Ce passage de relais idéal entre les secteurs de l'industrie et des services sera l'élément à surveiller et, s'il se matérialise, il pourra garantir la poursuite du cycle économique à un rythme soutenable, tant aux États-Unis qu'en zone euro.**

### Indices de confiance des entreprises – Moyenne des États-Unis et de la zone euro\*



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

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

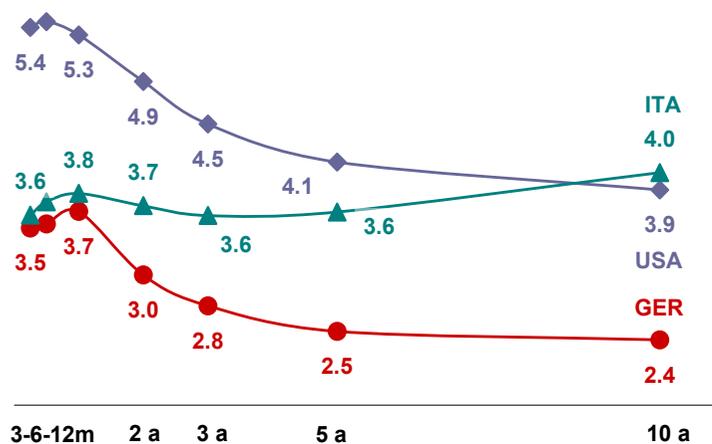


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

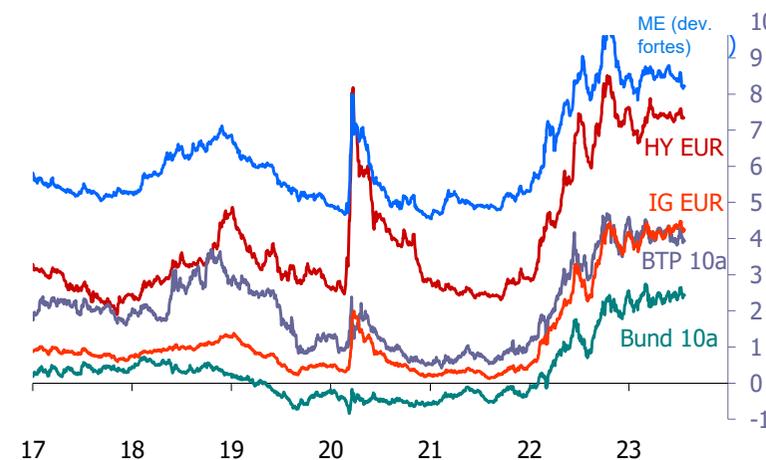
- Dans un contexte qui s'éloigne de la surchauffe économique (*hot*) de 2022, pour atterrir sur un rythme de croissance soutenable (*soft*), sans exclure toutefois un ralentissement plus brutal (*hard*), le niveau **actuel des taux d'intérêt est intéressant**.
- 5,0 % - 5,5 % des taux de la Fed et 4,0 % - 4,5 % des taux de la BCE sont à considérer comme des niveaux d'urgence à **partir desquels, en 2024, commencera une phase de normalisation post-inflation** ; en ce moment, les *contrats à terme* sur taux courts sont ciblant 3,0 % - 3,5 % aux États-Unis et 2,5 % - 3,0 % dans la zone euro à la mi-2025.
- Sur la base de ces anticipations, **les taux obligataires actuels à court et moyen termes doivent être considérés comme une opportunité et ceux à plus long terme sont une excellente assurance contre le risque d'un ralentissement plus brutal que prévu** (un événement dans lequel les taux chuteraient plus rapidement que ceux estimés aujourd'hui).
- Parmi les obligations *d'entreprises*, les **Investment Grade** présentent un profil **risque-rendement attractif**, avec des taux à échéance élevés et des *spread* qui tiennent déjà compte d'un certain ralentissement économique. **Au plus grand risque de volatilité, les obligations High Yield**.
- Les obligations des **économies émergentes** sont intéressantes, où les banques centrales ont de la marge pour s'adapter à un éventuel ralentissement de l'économie.

### Courbes de taux : États-Unis, Allemagne, Italie



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

### Comparaison des emprunts *spread* (rendements à l'échéance)

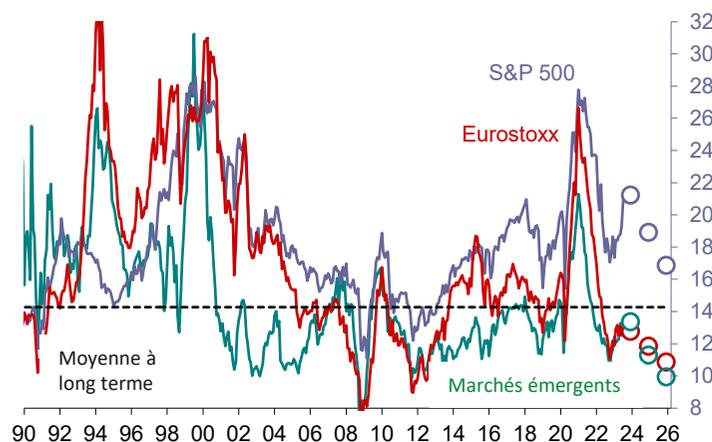


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

- Les marchés boursiers ont été les plus grands bénéficiaires du contexte *soft* illustré jusqu'à présent par les données sur l'inflation et l'activité économique.
- À l'image de l'année dernière, les Bourses ont progressé face au vent contraire du ralentissement des profits, dans l'attente d'une prolongation du cycle économique et d'une fin imminente de la hausse des taux. En conséquence, les valorisations absolues (ratio cours/bénéfices, P/E) apparaissent désormais moins attractives, notamment pour le marché boursier américain.
- Dans une perspective à moyen terme, les valorisations boursières ne doivent pas être considérées comme chères et restent compatibles avec des rendements à moyen terme conformes aux moyennes historiques. **Cependant, tout contretemps ou retard de l'un des trois éléments clés évoqués plus haut (retard de la baisse de l'inflation, banques centrales toujours strictes, affaiblissement des données macroéconomiques) peut cependant raviver la volatilité des marchés dans le cadre du scénario vertueux.**
- Le dollar a été perdant dans l'environnement *soft*, à la fois parce que la Fed sera la première à interrompre la hausse des taux, et parce que l'apaisement des incertitudes nécessite moins de devises perçues comme valeurs refuges. **Si le scénario *soft* se confirme, le dollar pourrait baisser davantage, mais à court terme, après avoir touché 1,13 pour un euro, il pourrait faire une pause de réflexion.**

## Un indicateur de la valorisation des marchés actions : le P/E (ratio)



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

## 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](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