



# The Globe

---

La stratégie d'investissement  
d'Eurizon

28 juin 2023

# Scénario de référence

L'inflation a continué de reculer le mois dernier, mais les banques centrales maintiennent une ligne dure, surtout au travers de leurs déclarations. La solidité de la croissance économique est un allié utile pour la Fed et la BCE qui préfèrent en faire trop que pas assez afin de calmer définitivement l'inflation.

La Fed a exprimé son intention de relever encore ses taux après la pause de juin, mais le marché ne croit que partiellement à cette hypothèse et estime très probable qu'elle les maintienne à leur niveau actuel.

En ce qui concerne la BCE, le marché anticipe deux hausses de taux supplémentaires, puis une stabilisation à partir de l'automne. Enfin, d'après les anticipations du marché monétaire, 2024 s'annonce comme une année de baisse des taux.

Ce scénario devra être validé à l'aune des chiffres de l'inflation, dont les composantes sous-jacentes devront répliquer la désinflation déjà observée dans le secteur de l'énergie. Les statistiques relatives au marché du travail seront également observées attentivement, car un fléchissement pourrait raviver les craintes d'un ralentissement brutal de l'économie.

Actuellement, la Chine ne suscite que peu d'attention ; la reprise consécutive à l'abandon de la politique zéro-Covid se confirme, sans toutefois reproduire les excès du redémarrage des économies aux États-Unis et dans la zone euro. Les marchés se montrent également peu attentifs à la guerre entre la Russie et l'Ukraine, même après la récente tentative de putsch, d'autant que l'impact sur les prix du pétrole et du gaz s'est atténué depuis longtemps.

## ME

### Macro-économie

- L'inflation recule mais se maintient au-dessus des niveaux cibles des banques centrales. La croissance économique ralentit mais résiste aux politiques monétaires restrictives.
- La Fed pourrait encore relever ses taux après avoir marqué une pause en juin, mais cette éventualité n'est qu'en partie reflétée par les contrats à terme sur les fonds fédéraux. Du côté de la BCE, le marché anticipe encore deux ultimes relèvements.

## 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 attrayants.
- Les actifs risqués affichent des valorisations intéressantes mais pourraient se montrer volatils tant que le cycle de resserrement monétaire des banques centrales ne sera pas achevé.

## T

### Produits de taux

- Nous continuons de surpondérer les emprunts d'État américains et allemands dont les rendements sont attrayants et qui peuvent offrir une protection en cas de ralentissement macroéconomique.
- Sur les marchés du crédit, nous privilégions toujours les obligations Investment Grade et émergentes, tandis que notre positionnement reste neutre sur la dette High Yield et les emprunts d'État italiens.

## A

### Actions

- Les valorisations des actions sont à des niveaux historiquement intéressants, mais le risque d'un ralentissement de l'économie plus brutal que prévu pourrait être une source de volatilité.
- En termes géographiques, nous privilégions les États-Unis et le Japon.

## D

### Devises

- Le retard du cycle d'inflation dans la zone euro par rapport aux États-Unis peut prolonger le resserrement de la politique monétaire de la BCE par rapport à la Fed, soutenant l'euro face au dollar.

# Stratégie d'investissement

Notre scénario de référence prévoit une lente décreue de l'inflation conjugué à un ralentissement de la croissance, qui demeure cependant positive. La résilience de la croissance économique incite encore les banques centrales à maintenir une position ferme, mais dans notre scénario de base, le resserrement des politiques touche à sa fin. Notre opinion est positive sur les emprunts d'État américains et allemands ainsi que sur le segment du crédit, tandis que nous conservons une exposition neutre aux actions qui pourraient encore se montrer volatiles tant que le cycle de resserrement monétaire ne sera pas achevé.

## CLASSE D'ACTIFS

## OPINION

### PRODUITS DE TAUX

Emprunts d'État internationaux



**Opinion positive sur la duration aux États-Unis et en Allemagne.**

Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État américains et allemands.

**Opinion neutre sur les emprunts d'État des pays périphériques de la zone euro.**

Nous conservons une opinion neutre à l'égard des titres des pays périphériques de la zone euro.

### PRODUITS DE TAUX

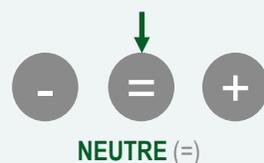
Spreads de crédit



**Opinion positive sur les obligations à spread.**

Notre opinion évolue de neutre à positive à l'égard des marchés à spread. Notre ordre de préférence est le suivant : (1) *Investment Grade* et marchés émergents, (2) *High Yield*.

### ACTIONS



**Opinion neutre sur les actions.**

Nous maintenons notre opinion neutre sur les actions. Nous augmentons la pondération des actions américaines et japonaises, au détriment de l'Europe, du Pacifique et des marchés émergents. Notre ordre de préférence est désormais : (1) États-Unis et Japon, (2) Europe, (3) Pacifique hors Japon et Marchés émergents.

### DEVISES



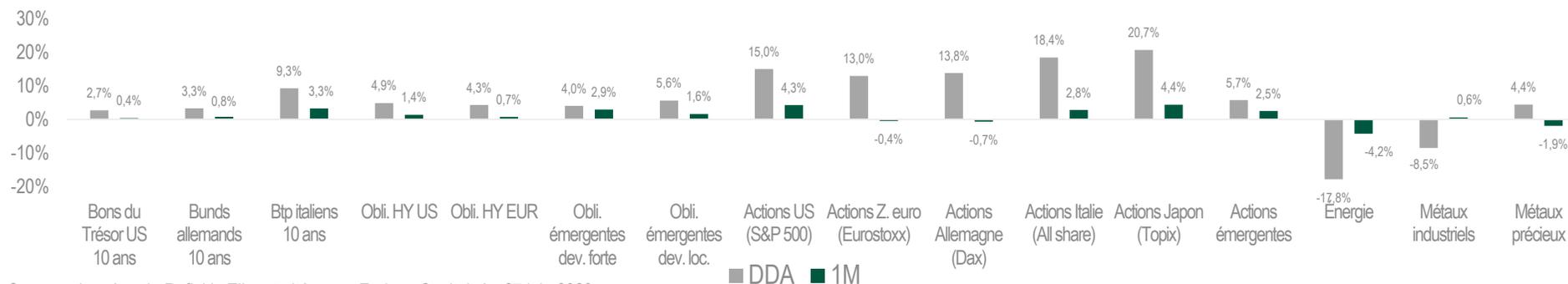
**Opinion négative sur le dollar et opinion neutre à l'égard des autres devises.**

Nous maintenons la sous-pondération du dollar, tandis que l'exposition au yen passe de surpondérée à neutre. Notre positionnement est neutre à l'égard des autres devises.

# Comparaison des classes d'actifs

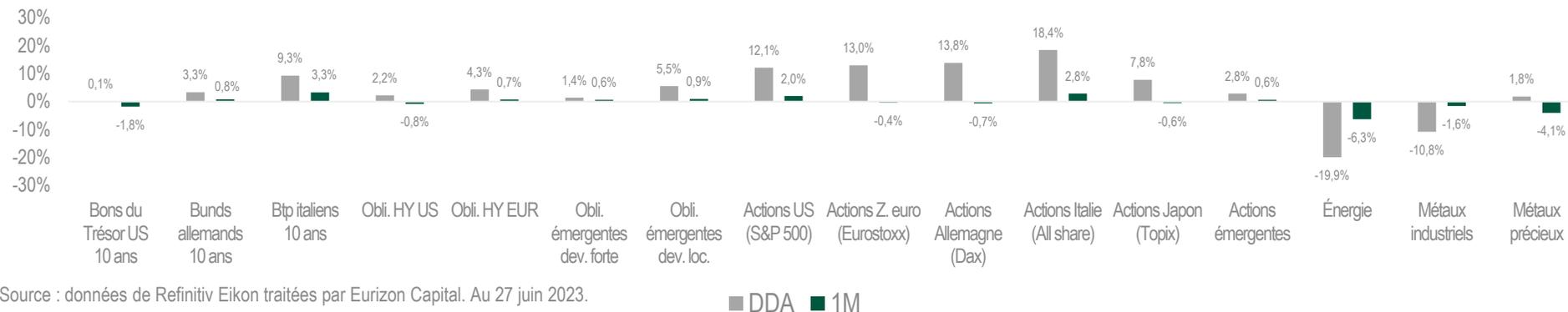
Les taux souverains sont remontés sur les échéances courtes en juin, tandis que les taux à long terme sont restés globalement stables. L'inversion des courbes des taux américains et allemands est à nouveau très marquée, comme à la mi-mars. Les actifs risqués ont affiché des performances positives, sur fond de recul des spreads dans la zone euro ainsi que dans les segments du crédit et les marchés émergents. Les marchés boursiers ont progressé. Le dollar américain a reculé, revenant à 1,10 contre l'euro.

## Comparaison des marchés en devise locale



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 juin 2023.

## Comparaison des marchés en euros



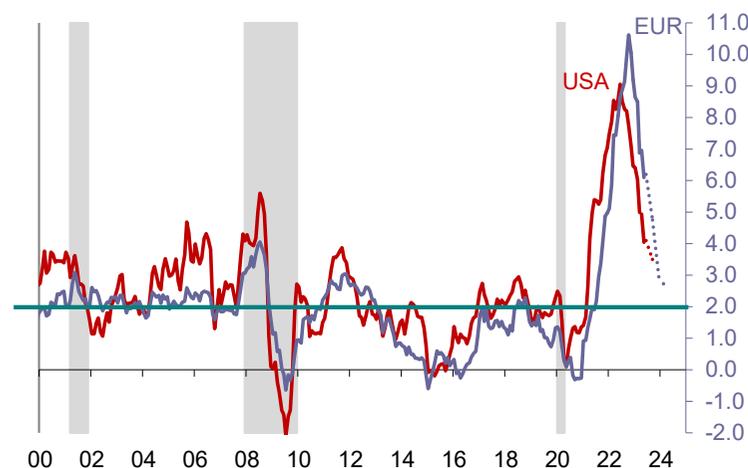
Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital. Au 27 juin 2023.

# Le thème du mois

- L'inflation a de nouveau reculé en mai, selon les dernières données disponibles, et s'établit désormais à 4 % aux États-Unis et à 6,1 % dans la zone euro (sur un an). Cette baisse est remarquable au regard des pics de 9,1 % en Amérique et de 10,6 % en Europe. Elle est néanmoins insuffisante pour considérer la flambée des prix terminée, d'autant plus qu'une grande partie de celle-ci est due à la normalisation des prix de l'énergie, alors que les composantes sous-jacentes affichent une dynamique encore trop soutenue.
- Quoi qu'il en soit, le consensus demeure convaincu que l'inflation reflue bel et bien vers les 2 %. Les estimations du consensus tablent sur une baisse de l'inflation au cours des 18 prochains mois, qui s'établirait aux alentours de 2 % aux États-Unis et dans la zone euro d'ici la fin 2024.
- Sur le front de la croissance, les estimations globales des prévisionnistes ont pour scénario central la poursuite du ralentissement ordonné, la croissance étant quasi nulle à la fin 2023, puis retrouvant un rythme de croisière faible, mais stable, en 2024 et 2025.
- Eu égard à cette conjonction idéale de ralentissement en douceur de l'inflation et de la croissance, il conviendra de surveiller de près les données relatives à l'inflation sous-jacente, qui devront répliquer la trajectoire de désinflation de l'énergie, et les statistiques du marché du travail, dont le fléchissement alimenterait les interrogations quant au risque d'un ralentissement brutal.

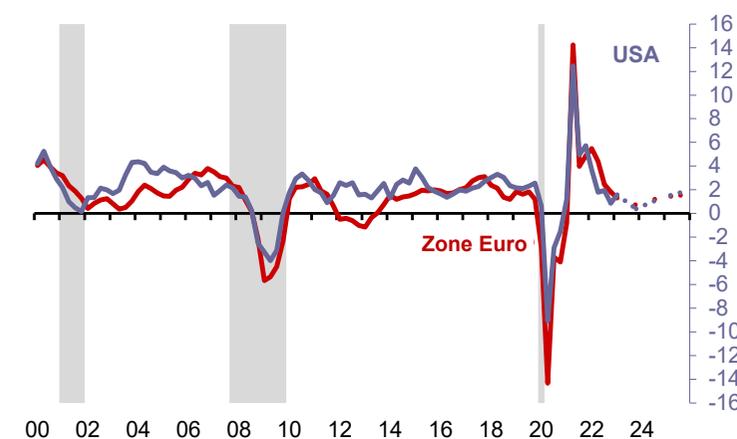
## Les banques centrales continuent d'afficher leur fermeté

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



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

### États-Unis et zone euro – croissance annuelle du PIB

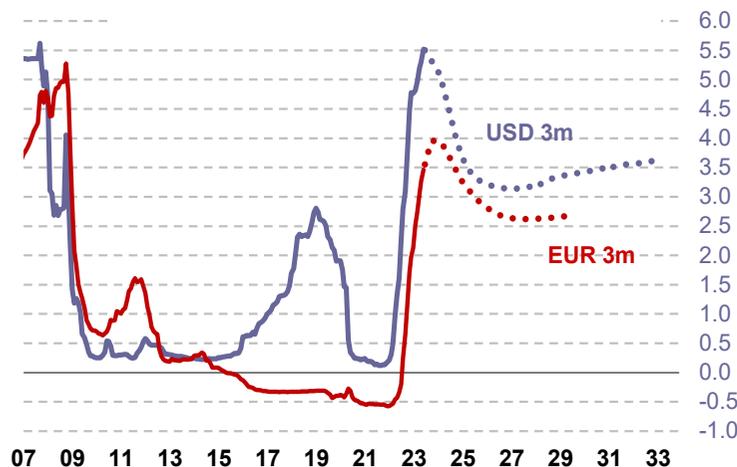


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital

# Le thème du mois (suite)

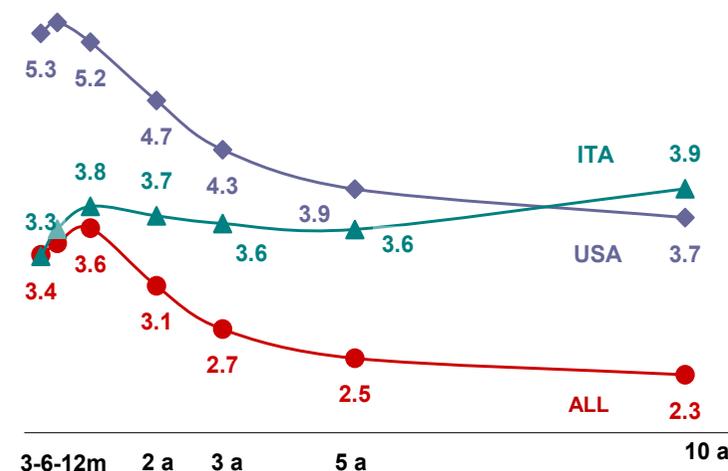
- Pour le moment, les banques centrales n'ont pas baissé la garde face à la baisse de l'inflation et affichent la même fermeté. Mais en définitive, la Fed n'a pas relevé ses taux en juin, après dix hausses consécutives. La BCE a augmenté les siens de 25 points de base, mais a déjà ralenti le rythme depuis quelques mois.
- Pour l'avenir, la Fed a indiqué vouloir procéder à deux relèvements cette année. Les marchés n'y croient qu'en partie et, à moins que les chiffres de l'emploi ou de l'inflation ne soient particulièrement robustes, il se pourrait que le travail de la Fed soit terminé. La BCE a déclaré de manière générale qu'elle entendait poursuivre le resserrement, ce que le marché quantifie par deux hausses des taux d'ici l'automne.
- Nous voici donc aux stades ultimes d'un resserrement accéléré de la politique monétaire, commencé il y a plus d'un an. 2024 sera probablement une année de baisse des taux, soit parce que l'inflation sera maîtrisée (scénario d'« atterrissage en douceur »), soit parce qu'il faudra limiter le ralentissement de l'économie (scénario d'« atterrissage brutal »).
- Dans les deux cas, le marché obligataire, où les taux à court et moyen terme sont revenus à leurs plus hauts de l'année (sans les dépasser), est intéressant. En outre, l'extrême inversion des courbes de taux américains et allemands conforte l'interprétation selon laquelle la restriction monétaire touche désormais à sa fin.

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

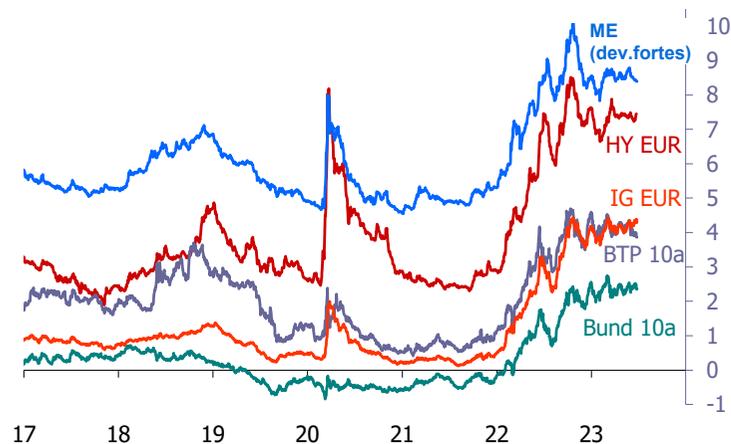


Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

# Le thème du mois (suite)

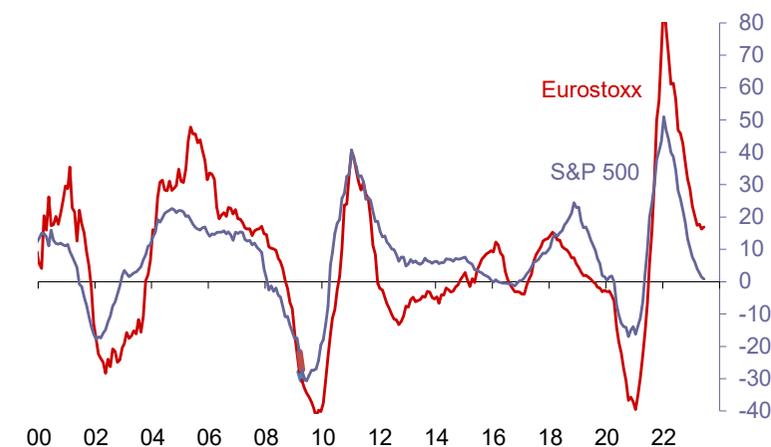
- **Les actifs risqués ont réagi de manière mitigée à la fermeté réitérée des banques centrales. Les spreads obligataires se sont resserrés tandis que les marchés actions se sont inscrit en hausse.** Cette réaction reflète implicitement des hypothèses de fin du resserrement monétaire et de poursuite du cycle économique.
- **Ce scénario devra être corroboré par les chiffres de l'inflation et de l'emploi au cours des prochains mois,** mais on peut le considérer comme scénario de référence à moyen terme.
- **Dans le segment des obligations d'entreprises, les titres de qualité Investment Grade présentent un profil risque-rendement attrayant,** sur fond de taux à terme élevés et de spreads intégrant déjà un certain degré de ralentissement économique. **Les obligations High Yield sont en revanche sujettes à un risque de volatilité élevé. Les obligations des pays émergents sont intéressantes** car les banques centrales y disposent d'une marge de manœuvre en cas de ralentissement de l'économie.
- **S'agissant des actions, les valorisations absolues (ratio cours/bénéfices) et relatives (prime de risque par rapport aux emprunts d'État) sont compatibles avec des objectifs de rendement à moyen terme conformes aux moyennes historiques. La poursuite éventuelle du resserrement monétaire ou, au contraire, un ralentissement brutal de l'économie pourrait toutefois raviver la volatilité,** qui s'est récemment atténuée dans la perspective d'un atterrissage en douceur.

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



Source : données de Refinitiv Eikon traitées par Eurizon Capital.

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



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 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, laquelle 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 T.V.A. 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