



The Globe

La stratégie d'investissement
d'Eurizon

29 novembre 2023

Scénario de référence

Les marchés ont été bien orientés le mois dernier à la faveur de la baisse de l'inflation et du statu quo observé par les banques centrales.

La BCE et la Fed ont confirmé la suspension des tours de vis monétaires, sans toutefois en déclarer officiellement la fin.

Concrètement, les investisseurs considèrent que les taux ne grimperont plus et demeureront à leurs niveaux actuels pendant quelques mois.

Une thèse d'ailleurs corroborée par les chiffres de l'inflation d'octobre, plus faible que prévu aux États-Unis (3,2 % en variation annuelle) et également en baisse (à 2,9 %) dans la zone euro. Ces niveaux sont évidemment supérieurs à l'objectif de 2 % fixé par les banques centrales, mais ils n'en sont pas si éloignés.

La fin de la période inflationniste conjuguée à la poursuite du cycle économique constitue le scénario de référence du marché.

Dans l'immédiat, les banques centrales seront peu enclines à exaucer les attentes de baisse des taux, étant désireuses de consolider le recul de l'inflation. Une fenêtre de détente progressive des taux devrait cependant s'ouvrir à l'horizon 2024, même en l'absence d'un risque de récession. Le marché anticipe un début d'assouplissement à la mi-2024.

Parmi les autres thèmes d'actualité, il convient de noter les mesures de relance modérées prises par la Chine, qui soutiennent la croissance sans alimenter de nouvelles flambées d'inflation. L'incidence macroéconomique des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine demeure limitée.

ME

Macro-économie

- L'inflation est ressortie en-deçà des attentes en octobre, s'inscrivant à 3,2 % sur un an aux États-Unis et à 2,9 % dans la zone euro. L'activité économique ralentit dans la zone euro tandis que son expansion se poursuit outre-Atlantique.
- Si la Fed et la BCE marquent officiellement une pause, le resserrement de la politique monétaire est en réalité terminé. Le marché s'attend à ce que les taux restent stables jusqu'à la mi-2024 puis diminuent lentement.

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.

D

Devises

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

Stratégie d'investissement

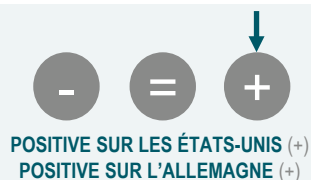
Le scénario de référence repose sur un niveau d'inflation proche des objectifs des banques centrales, associé à un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro mais pas aux États-Unis. Les banques centrales ont marqué une pause dans la hausse des taux d'intérêt et entendent les maintenir à un niveau restrictif afin de consolider la baisse de l'inflation. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Ukraine ont une faible incidence, tant au niveau macroéconomique que du marché. Notre opinion reste positive sur la durée, les marchés à spread et les actions. Notre positionnement sur les spreads en zone euro est neutre. Nous surpondérons le dollar et le yen.

CLASSE D'ACTIFS

OPINION

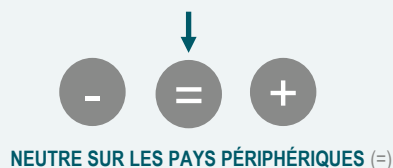
PRODUITS DE TAUX

Emprunts d'État internationaux



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

Nous maintenons notre opinion positive sur les emprunts d'État des États-Unis et de l'Allemagne.



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

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

PRODUITS DE TAUX

Spreads de crédit



Opinion positive sur les obligations à spread.

Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des marchés à *spread*. Outre les obligations Investment Grade, notre opinion est désormais favorable à l'égard du segment High Yield et des marchés émergents.

ACTIONS



Opinion positive sur les actions.

Nous restons optimistes à l'égard des actions. Notre ordre de préférence géographique est le suivant : (1) États-Unis, (2) Europe, Japon, pays émergents, (3) Pacifique hors Japon.

DEVISES



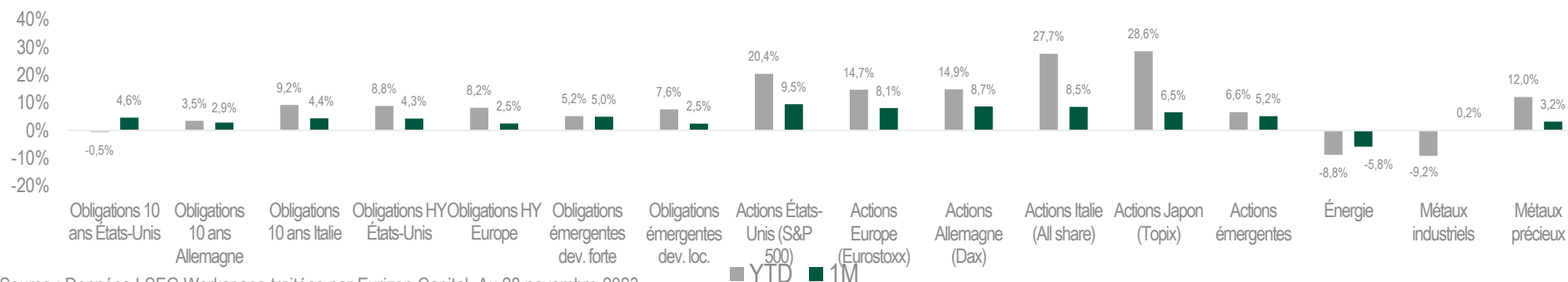
Opinion positive sur le dollar et le yen, neutre à l'égard des autres devises.

Notre opinion est positive sur le dollar et le yen, tandis que notre positionnement reste neutre sur les autres devises.

Comparaison des classes d'actifs

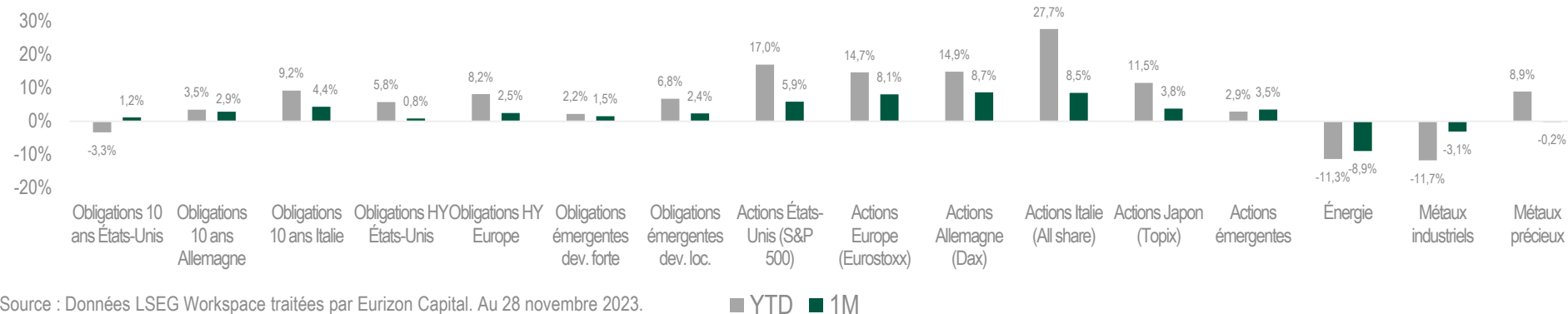
Les taux des emprunts d'État reculent sur toutes les échéances, tant aux États-Unis qu'en Europe. L'inversion des courbes perdure mais elle est nettement moins marquée qu'avant l'été. Les spreads des pays périphériques de la zone euro se sont resserrés, en particulier ceux de l'Italie, après la confirmation des notations attribuées par les agences. Les spreads des obligations d'entreprises Investment Grade, High Yield et des marchés émergents se sont également contractés. Les marchés actions ont nettement progressé, les indices remontant vers leurs plus hauts annuels après la correction estivale. Le dollar a reculé à 1,09 contre l'euro.

Comparaison des marchés en devise locale



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital. Au 28 novembre 2023.

Comparaison des marchés en euros



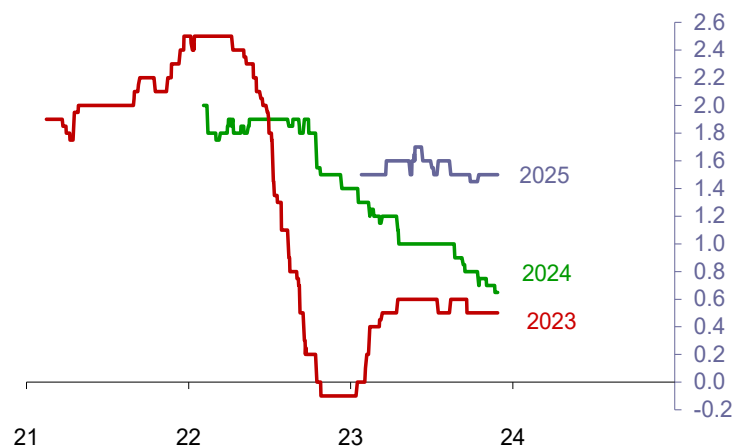
Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital. Au 28 novembre 2023.

Le thème du mois

2024 au prisme des chiffres du consensus

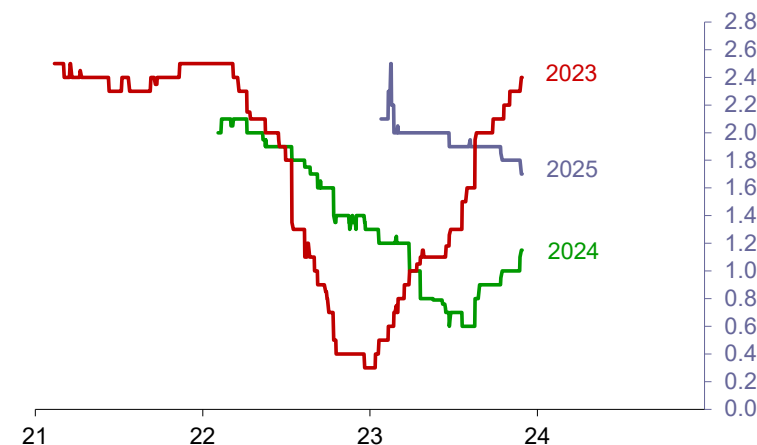
- **À quoi s'attendre en 2024 ? Tentons de l'examiner sous l'angle du consensus**, c'est-à-dire les chiffres prévisionnels actuellement exprimés, en moyenne, par les économistes, les analystes financiers et les anticipations implicites reflétées dans les prix du marché. Photographier le consensus ne doit pas être interprété comme un exercice de prévision exact, mais comme une activité **utile pour marquer le point de départ à partir duquel la réalité future évoluera.**
- **D'un point de vue macroéconomique, 2024 est considérée comme une année de croissance positive mais modérée.** La croissance de la zone euro devrait s'établir à 0,7 %, un peu au-dessus de la hausse de 0,5 % attendue au terme de 2023. S'agissant des États-Unis, les estimations de la croissance pour 2024 sont actuellement de 1,2 %, soit la moitié des 2,4 % prévus pour 2023.
- **En termes de profil trimestriel, l'activité économique devrait être atone durant la première moitié de l'année puis accélérer progressivement au second semestre.**
- 0,7 % pour la zone euro et 1,2 % pour les États-Unis, si ces estimations se vérifient, correspondraient à la moitié de la croissance annuelle moyenne du cycle pré-Covid qui, entre 2009 et 2019, s'élevait à 1,5 % dans la zone euro et à 2,4 % aux États-Unis.

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

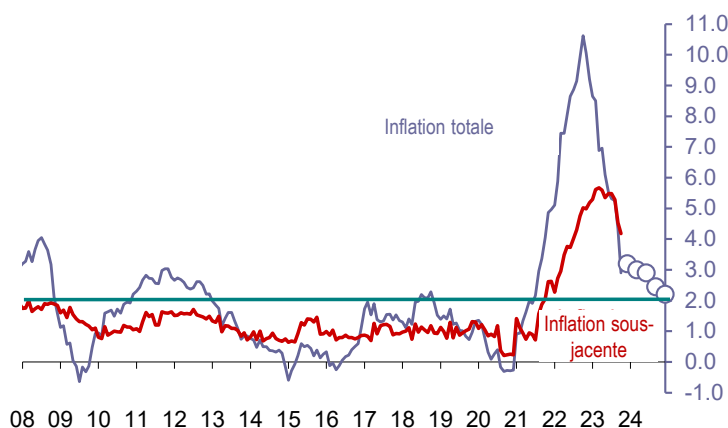


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

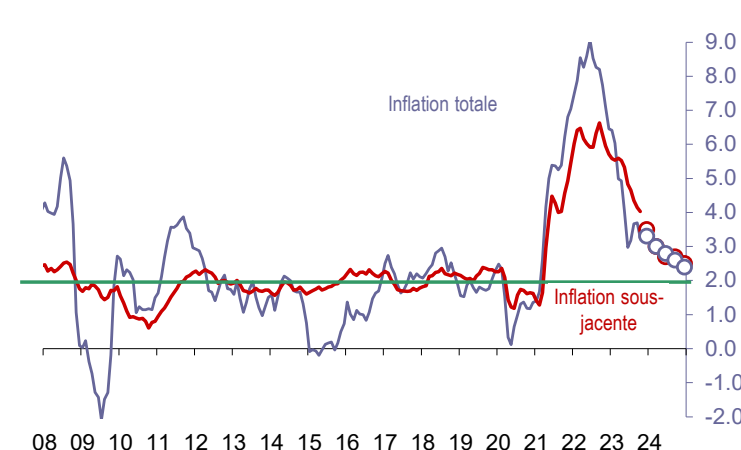
- **Sur le front de l'inflation, le retour à l'objectif des banques centrales devrait se poursuivre en 2024.**
- Rappelons que l'inflation culminait à 9,1 % en variation annuelle aux États-Unis en juin 2022 et se situe désormais à 3,2 %, selon les dernières données disponibles pour le mois d'octobre. Dans la zone euro, son pic était de 10,6 % en octobre 2022 et elle est à présent tombée à 2,9 %.
- Dorénavant, la décrue sera inévitablement plus lente car la désinflation des matières premières est révolue, tandis que la stabilisation des prix des composantes sous-jacentes nécessite plus de temps.
- Selon les attentes du consensus, il ne fait cependant guère de doute que l'inflation se rapprochera de l'objectif de 2 % désigné par les banques centrales.
- C'est ce qu'indiquent les estimations moyennes des économistes de marché qui tablent sur un taux d'inflation de 2,5 % à la mi-2024 et de 2 % au début de 2025, aux États-Unis comme dans la zone euro.
- Cela est confirmé par les mesures d'inflation implicite dérivées des titres indexés sur l'inflation, qui, depuis plusieurs mois déjà, estiment l'inflation moyenne pour les 5 à 10 prochaines années entre 2 % et 2,5 %.

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)

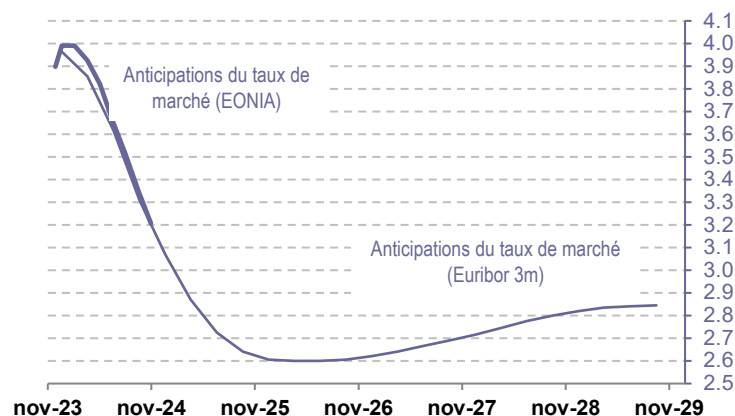


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

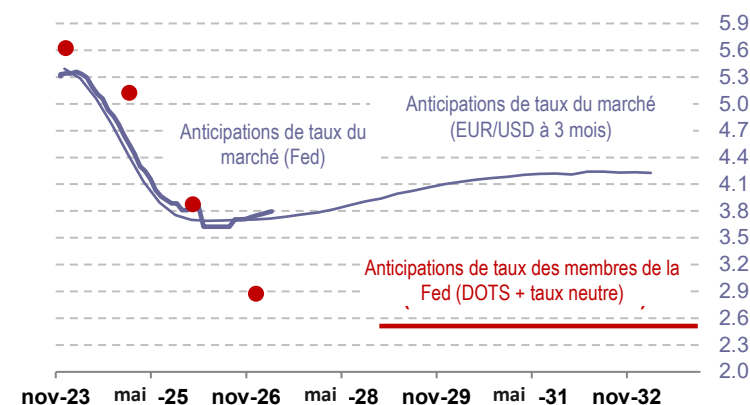
- Dans les anticipations exprimées par les contrats à terme sur le marché monétaire, 2024 s'annonce comme une année de baisse des taux des banques centrales.
- En ce qui concerne la BCE, le marché prévoit le maintien des taux à leurs niveaux actuels de 4,0 % au premier semestre, suivi d'une légère baisse pour se stabiliser en dessous de 3 % à la mi-2025. La trajectoire serait similaire pour les taux de la Fed qui, de 5,5 % actuellement, devraient baisser entre mi-2024 et mi-2025, où ils devraient passer sous la barre des 4 %.
- Ces anticipations sous-tendent le scénario de fin de la période inflationniste, conjuguée à la poursuite du cycle économique mondial.
- S'il en était ainsi, la trajectoire d'assouplissement monétaire serait très différente de celle des cycles précédents où les taux ont chuté rapidement et fortement pour contrer le risque de récession.
- Dans le cas présent, les marchés tablent au contraire sur une normalisation lente, face à une inflation de nouveau stabilisée autour de 2 % à 3 %, ne nécessitant plus des taux de 4 % dans la zone euro et de 5,5 % aux États-Unis.

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



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Futures sur les Fed Funds et sur les taux en EUR et USD à 3 mois

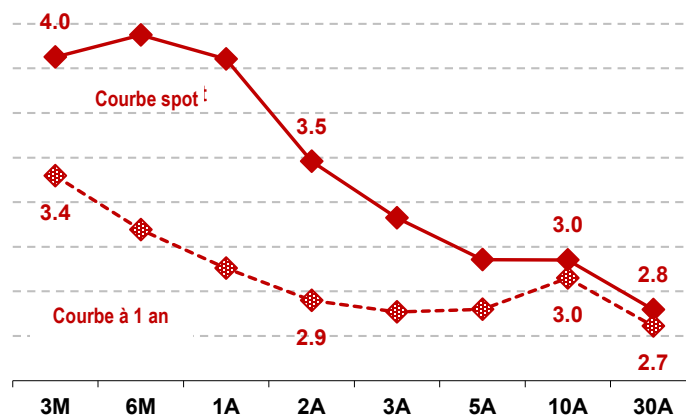


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

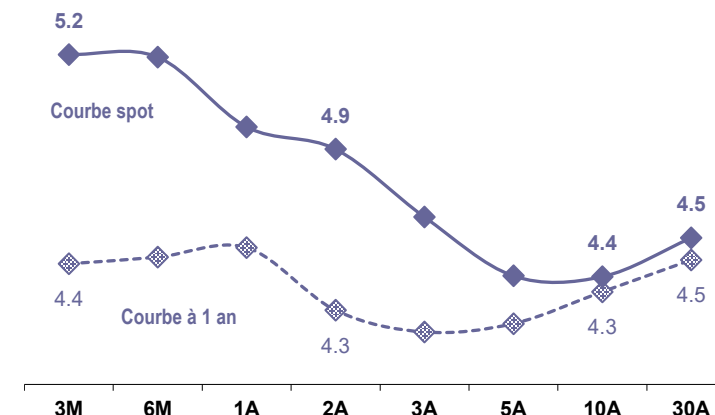
- Sur les marchés obligataires, il est possible d'anticiper l'avenir grâce aux taux à terme, qui donnent une indication des taux futurs reflétés dans la forme actuelle des courbes.
- La courbe pour la zone euro, avec des taux à court terme à 4 % et des taux à long terme (10 ans) à 3 %, fait ressortir **une courbe future, dans un an, encore inversée, mais avec des taux courts plus bas qu'aujourd'hui**, inférieurs à 3,5 %, et des taux longs proches des niveaux actuels.
- La courbe des taux américaine montre une tendance similaire. Aujourd'hui, les taux à court terme sont supérieurs à 5 % et ceux à long terme aux alentours de 4,5 %. **Dans un an, la courbe est estimée plate sur toutes les échéances, autour de 4,5 %.**
- Ces indications sont parfaitement en phase avec les anticipations en matière de croissance économique, d'inflation et de gestion de la politique monétaire. Des taux courts plus bas dans un an qu'aujourd'hui reflète les anticipations d'une baisse de l'inflation et d'un assouplissement progressif de la politique monétaire des banques centrales.
- D'autre part, le fait que les parties longues des courbes ne baissent pas beaucoup reflète les attentes d'un prolongement du cycle économique, évitant une récession en 2024.
- Ces anticipations permettraient aux investisseurs de percevoir les flux de coupon actuellement offerts par les marchés obligataires et de réaliser des plus-values grâce à la baisse des taux sur les échéances courtes et intermédiaires.

Zone euro : courbe des taux swap spot et à 1 an



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

États-Unis : courbe des taux swap spot et à 1 an

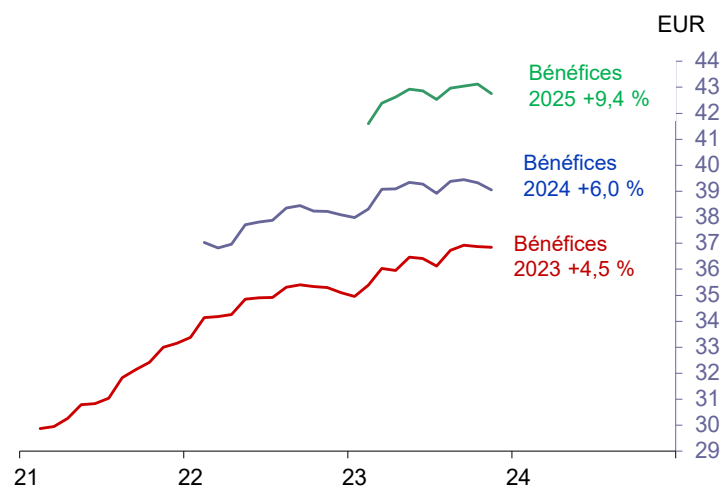


Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

Le thème du mois (suite)

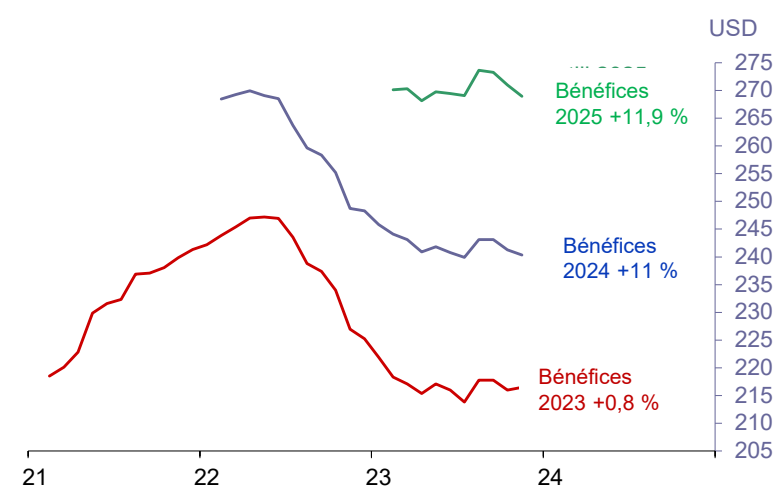
- S'agissant des marchés actions, la performance future des indices dépend à la fois de l'évolution des bénéfices et des multiples (PER). S'il n'existe pas de prévisions du consensus en matière de PER, les analystes produisent toutefois des estimations des bénéfices pour les années à venir.
- En zone euro, les bénéfices pour l'indice Eurostoxx devraient croître de 6 % en 2024 et de 9,4 % en 2025. Aux États-Unis, les prévisions pour l'indice S&P 500 sont de +11,0 % et +11,9 % pour les deux prochaines années. Dans ce cas également, ces chiffres sont **cohérents avec les anticipations macroéconomiques qui prévoient une croissance plus rapide aux États-Unis que dans la zone euro.**
- La croissance des bénéfices ne peut être considérée comme une approximation du rendement attendu pour les marchés sous-jacents, car elle doit être combinée avec la variation des PER.
- **Notons toutefois qu'une hausse des bénéfices est un facteur de soutien du cours des actions.** De plus, dans le scénario de référence du consensus, la combinaison d'une baisse de l'inflation, d'une prolongation du cycle économique et d'un assouplissement progressif de la politique monétaire **ne permettrait pas d'envisager une baisse des multiples par rapport aux niveaux actuels**, ce qui se produit généralement lorsque les investisseurs sont confrontés à un environnement de plus en plus incertain.

Eurostoxx : estimations des bénéfices par action (IBES)



Source : Données LSEG Workspace traitées par Eurizon Capital

S&P 500 : estimations des bénéfices par action (IBES)



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