

Outlook

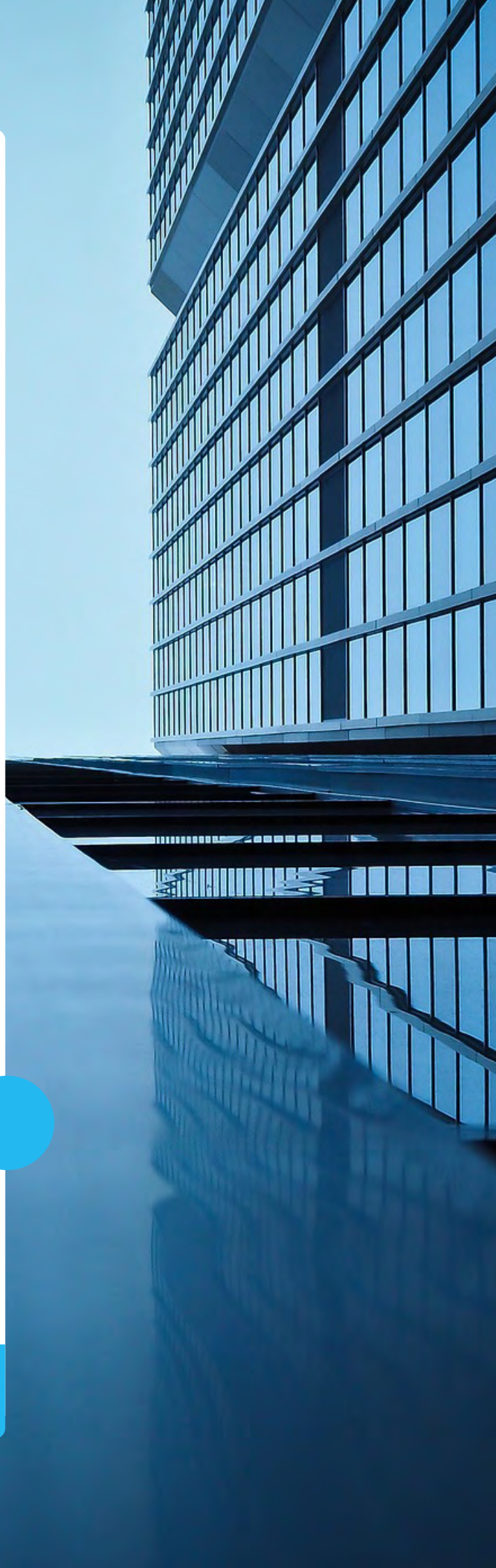
2^{ème} semestre 2024



JUILLET 2024

Communication publicitaire

OUTLOOK



CLO Convictions

Voir la forêt qui pousse plutôt que les arbres qui tombent



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Début janvier, le toujours très attendu *Global Risks Report* du Forum économique mondial' a fait comme chaque année l'état des lieux des principaux risques perçus par 1 500 experts du monde entier.

Au palmarès de cette édition :

- 1) **les incertitudes économiques**, exacerbées par l'inflation et l'explosion de l'endettement public,
- 2) **le dérèglement climatique** et la multiplication des phénomènes météorologiques extrêmes,
- 3) **l'augmentation de l'insécurité** et **la désinformation** amplifiées par les nouvelles technologies et l'IA,

4) la recrudescence des **conflits armés** alors que 50 % de la population mondiale vote cette année,

5) l'aggravation **des inégalités** et l'érosion des droits humains.

Difficile, à la lecture d'un tel rapport, de rester serein, positif et constructif. Les investisseurs n'en ont donc sans doute pas lu une ligne : les indices boursiers sont au plus haut, largement soutenus par les valeurs technologiques américaines. La volatilité est à la baisse. Les *spreads* de crédit se sont resserrés sans discontinuer depuis le début de l'année malgré des taux de défaut en hausse. Et les taux d'intérêt, certes affectés par l'inflation, n'ont démontré aucune inquiétude face aux dérapages budgétaires.

L'attitude des investisseurs – qui n'ignorent bien entendu rien des risques décrits dans le rapport – pose donc question. Devons-nous ignorer de tels risques ou nous en affoler ? Sans faire preuve de naïveté excessive, ne devrions-nous pas regarder le progrès en marche² ? Et si, au lieu de regarder les arbres tomber, nous écoutons la forêt pousser ?

Ainsi, comment ne pas être fasciné par le potentiel de l'intelligence artificielle ? La performance de quelques actions américaines illustre bien l'appétit de l'investisseur mais aussi la perspective de transformation profonde des entreprises, tous secteurs confondus – l'IT bien sûr, mais aussi les soins de santé, la finance, les médias et l'industrie. Selon IDC Worldwide, la taille du marché de l'IA pourrait doubler d'ici 2026 et, rien que pour le secteur bancaire, on estime que les dépenses devraient tripler dans les prochaines années. Dans ce contexte, on peut comprendre que la valorisation n'est pas la plus attractive. Cependant, le secteur de la technologie reste une conviction de long terme, et nous ne voyons pas à ce jour de bulle de valorisation, comme ce fut le cas à la fin des années 1990.

Face au dérèglement climatique en revanche, difficile de ne pas s'inquiéter. Chaque nouvelle année est la plus chaude jamais enregistrée, les émissions carbone ont affiché un nouveau record en 2023 et la probabilité de dépasser l'objectif des 1,5 degré fixés par l'Accord de Paris est désormais proche de 80 %. Or, selon une récente analyse du NBER, une augmentation de la température globale de 1°C degré pourrait impacter la croissance mondiale de près de 12 % dans les 6 ans, des conséquences économiques six fois plus importantes que ce qui fut calculé jusqu'ici. Face à l'accentuation de ces risques et la relative fatigue des investisseurs face à l'ESG, où trouver l'espoir ? Dans quelques

bonnes nouvelles sur lesquelles il faut s'attarder : nous avons atteint en 2023 un record de production d'électricité par les énergies renouvelables dans le monde – près de 30 %³. La croissance de l'électricité produite par l'énergie solaire est supérieure à 20 %⁴. Et selon l'IEA, les investissements dans les énergies renouvelables devraient tripler afin de respecter l'Accord de Paris. Les investissements vont donc perdurer et bénéficier de technologies désormais mûres et plus compétitives que les énergies fossiles. Dans ce contexte, la forte dépréciation des actions « climat » apparaît comme une opportunité sur le long terme pour l'investisseur.

Le nombre de conflits armés a atteint un record en 2023. Alors que 50 % des électeurs ont ou devront voter en 2024, il semble difficile là encore de trouver un signe de progrès. Pourtant, l'évolution globale vers un « désappauvrissement » du monde est nette. L'extrême pauvreté continue de reculer. Dans le même temps, la réduction des inégalités de genre fait son chemin. Selon le l'indice *Gender equality*, les écarts entre hommes et femmes continuent à se réduire notamment dans l'accès à l'éducation et à la santé. L'espérance de vie poursuit son progrès tandis que le vieillissement global de la population pose un défi majeur aux économies occidentales et une opportunité structurelle pour l'investisseur dans le secteur des soins de santé. Un secteur dont la valorisation est aussi relativement attractive.

Voir la forêt qui pousse plutôt que les arbres qui tombent. Malgré un risque politique et géopolitique omniprésent et des défis structurels, les marchés financiers, eux, se sont focalisés sur les futures baisses de taux des banques centrales et la solide résistance de l'économie. Même si les valorisations apparaissent tendues en ce milieu d'année, des opportunités demeurent pour l'investisseur et des signes d'espoir subsistent pour le citoyen.

1 - <https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2024/>

2 - Le retour de la guerre sur le sol européen a sonné le glas de la Fin de l'histoire présenté par Francis Fukuyama en 1992. Aussi marquante que controversée, cette théorie établissait que la fin de l'histoire trouverait son aboutissement dans le triomphe modèle de la démocratie occidentale. Avec le retour des empires et la coalition du Sud global, le pari de Fukuyama semble perdu de sorte qu'il est difficile de voir un sens ou un progrès dans l'histoire contemporaine récente. Pourtant Fukuyama disciple d'Hegel, posait la juste question de la dialectique de l'histoire. Pour Hegel, l'histoire est une histoire du tout où s'exprime la Raison en marche. La dialectique permet un dépassement – *Aufhebung* – qui fait avancer l'histoire vers sa fin. Et même la violence et les luttes peuvent être des étapes nécessaires à la réalisation du tout.

3 - Source : EMBER

4 - Source : IEA



Macro Outlook

Macro Outlook

Des banques centrales qui restent prudentes



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

Au début de l'été 2024, la croissance se poursuit, mais son rythme reste inégal entre pays et régions. La Chine est toujours confrontée à des pressions déflationnistes, la zone euro avance à petits pas, tandis qu'aux Etats-Unis, la croissance, encore proche de 2 %⁵, semble ralentir un peu. Partout où elles s'étaient manifestées, les pressions inflationnistes continuent, au fil des mois, de refluer et ouvrent la voie à une détente prudente des politiques monétaires.

Chine : croissance en panne...

La Chine est parmi les grandes économies la seule où les prix de la valeur ajoutée baissent : alors que le PIB réel progresse d'un peu plus de 5 % sur un an, la croissance nominale est, elle, à peine au-dessus de 4 %, un rythme bien inférieur aux 9 % observés en moyenne sur la seconde moitié de la décennie 2010⁶ ! Le pays ne parvient plus à absorber l'énorme masse d'épargne qui s'y dégage chaque année. Ce « trop plein d'épargne » avait, pour un temps au moins, trouvé sa contrepartie dans un vaste programme d'investissements en infrastructures, largement financé par les collectivités locales. La baisse de leurs recettes budgétaires, liées notamment à la chute des ventes de terrains, limite désormais leur capacité à financer des projets d'infrastructures

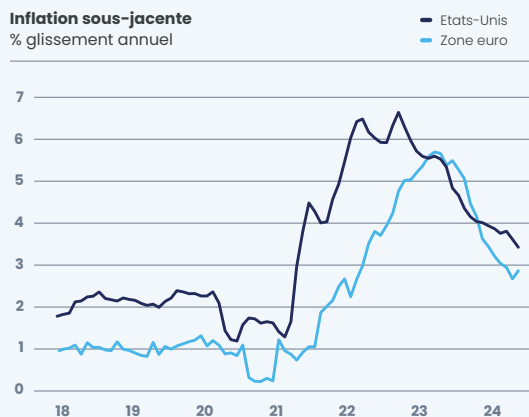
toujours plus nombreux. Le gouvernement tente maintenant de « canaliser » l'excédent d'épargne vers le financement d'industries d'avenir (panneaux solaires, batteries, véhicules électriques...). Les limites de cette stratégie risquent toutefois très vite de devenir manifestes : comme pour l'industrie photovoltaïque et faute d'une demande intérieure suffisante, la Chine va être confrontée à un phénomène de surcapacités et va devoir chercher à l'extérieur un débouché à sa production. Elle risque toutefois de rencontrer une forte résistance du côté de ses partenaires américains ou européens. La décision de l'Europe d'augmenter, si aucun accord n'est trouvé, les taxes sur les véhicules électriques fait écho à la hausse des droits de douane décidés quelques semaines plus tôt par les Etats-Unis ! Dans ce contexte de tensions commerciales, espérer que la politique monétaire vienne au secours de la croissance est vain. La détente engagée a peu de prise sur le comportement d'emprunt des ménages : malgré la baisse de près de 200 points de base des taux hypothécaires depuis mi-2022⁷, le crédit immobilier ne repart toujours pas. Tant que les ménages continueront à avoir un taux d'épargne élevé, tant que les autorités ne rééquilibreront

pas la croissance en faveur de la consommation, tant en particulier qu'elles ne feront pas effort pour renforcer le filet de protection sociale, la croissance a toutes chances de rester décevante.

Etats-Unis : une Fed qui reste prudente...

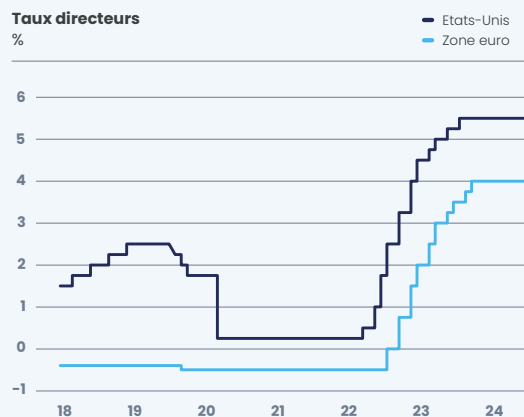
Aux Etats-Unis, la croissance s'est poursuivie en début d'année, soutenue par une consommation toujours bien orientée. Le dynamisme des créations d'emplois n'y est pas étranger : loin de ralentir, ces dernières sont passées, en rythme mensuel et lissées sur trois mois, de moins de 200 000 en novembre 2023 à près de 250 000 en mai 2024⁸. L'arrivée sur le marché du travail de travailleurs migrants toujours plus nombreux a toutefois empêché que le marché du travail ne se tende : depuis plusieurs mois déjà le taux de chômage monte graduellement. Le durcissement passé des conditions financières n'en devrait pas moins maintenant contribuer à freiner la croissance. Les taux d'intérêt sur le crédit à la consommation sont élevés et les défauts de paiement sur les cartes de crédit viennent de monter sensiblement. Le maintien des taux

Inflation sous-jacente
% glissement annuel



Source : LSEG Datastream

Taux directeurs
%



Source : LSEG Datastream

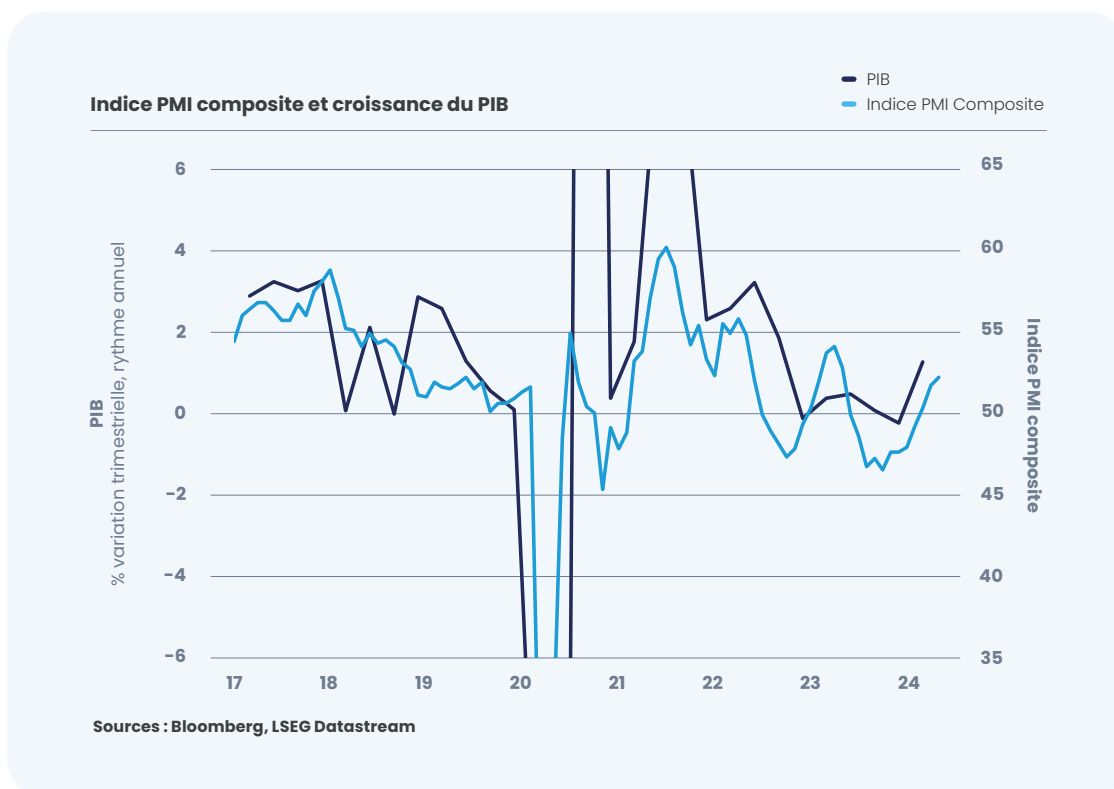
hypothécaires à un niveau élevé et la poursuite de la hausse du prix des maisons devraient aussi peser sur les transactions immobilières. Quant au soutien apporté par les dépenses publiques et par la mise en œuvre de l'*Inflation Reduction Act*, il est progressivement en train de s'estomper. Dans ce contexte la croissance ralentirait, passant de 2,5 % en moyenne sur l'année 2024 à 1,7 % en 2025⁹.

La Réserve fédérale a néanmoins toutes raisons de rester prudente : l'inflation dans les services, même si elle a reflué en mai, reste encore trop élevée au regard de sa cible. Si la détente observée sur le marché du travail se poursuit, la Réserve fédérale devrait néanmoins être en mesure de baisser ses taux d'intérêt deux fois cette année, la première baisse intervenant en septembre. La politique migratoire qui sera menée – J. Biden vient de signer un décret qui, s'il était appliqué, réduirait de 85 000 par mois le nombre d'adultes entrant illégalement sur le territoire américain – et plus généralement la politique économique

qui sera suivie après les élections du 5 novembre pourraient toutefois modifier sensiblement les trajectoires de croissance et d'inflation en 2025 et, avec elles, celle de la politique monétaire.

Zone euro : vers un rebond durable de l'activité ?

Après deux années marquées par une inflation élevée et une stagnation de l'activité, la situation de l'économie européenne donne des signes d'amélioration. Le PIB a ainsi progressé de 1,3 % en rythme annuel au premier trimestre¹⁰ et les enquêtes PMI pointent vers une poursuite de ce redressement. La progression du pouvoir d'achat des ménages devrait finalement soutenir leur consommation et par là-même la reprise de l'activité : après 0,6 % en 2023, la croissance accélérerait progressivement vers 0,8 % en 2024 et légèrement au-dessus de 1 % en 2025¹¹.



"Partout où elles s'étaient manifestées, les pressions inflationnistes continuent, au fil des mois, de refluer et ouvrent la voie à une détente prudente des politiques monétaires."

Surtout, l'inflation a nettement reflué pour tomber à 2,6 % sur un an en mai dernier¹². Forte de cette amélioration, la Banque centrale européenne a décidé début juin de baisser ses taux pour la première fois depuis... 2019 ! En effet, le reflux de l'inflation n'est pas dû à la seule baisse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a, elle aussi, sensiblement baissé. C'est particulièrement le cas des biens dont les prix étaient fortement montés en lien avec les graves perturbations des chaînes d'approvisionnement au sortir de la pandémie. Leur rétablissement a mis fin à cette hausse. Du côté des services, les progrès sont plus timides. Certes pour ceux dont le contenu en travail est peu élevé, l'inflation a retrouvé un rythme conforme aux attentes de la BCE. Mais ce n'est toujours pas le cas des services pour lesquels les salaires représentent une part élevée des coûts de production. Pour que le processus de désinflation se poursuive comme l'espère la banque centrale, un ralentissement des salaires est désormais nécessaire... mais pas suffisant. Les gains de productivité, au point mort depuis 2017, doivent également se redresser. A l'horizon des prochains trimestres, l'accélération de l'activité devrait aider, d'autant que les entreprises ont eu tendance à faire de la rétention de main d'œuvre depuis la pandémie. Au-delà toutefois, sans gains de productivité, la banque centrale pourrait avoir du mal à continuer de baisser ses taux. A l'instar de la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne a donc, elle aussi, toutes raisons de rester prudente !

5 - Source : BEA

6 - Source : NBS

7 - Source : Bloomberg

8 - Source : BLS

9 - Estimations Candriam

10 - Source : Eurostat

11 - Estimations Candriam

12 - Source : Eurostat

Asset Allocation

Le vent du changement



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset

Les scénarios de « soft landing » se confirme...

Notre stratégie d'allocation pour le second semestre s'appuie sur un contexte économique toujours favorable pour les actions, et en amélioration pour les obligations.

Nous anticipons un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis, conformément à un scénario de « soft landing » (activité décélérant en dessous de 2 % en rythme annualisé dès le second semestre 2024), un redressement économique très progressif en Europe et une croissance toujours robuste en Asie. La croissance économique mondiale devrait se situer autour de 3,5 %¹³ en annualisé. La désinflation devrait en parallèle se poursuivre avec un core CPI aux alentours de 3 % en fin d'année aux Etats-Unis¹⁴. Ce contexte est positif globalement pour les actions et les obligations.

... et constitue l'un des meilleurs contextes possibles pour les actions

Si les attentes de croissance de bénéfices des investisseurs pour les 12 prochains mois nous semblent crédibles pour les Etats-Unis (autour de 10 %), l'Europe (5 %) et le Japon (6 %)¹⁵, l'incertitude est plus forte pour les pays émergents : la croissance des bénéfices par actions est actuellement attendue à 16 % après des révisions à la baisse en 2022 et 2023.

Après la bonne performance des actions au premier semestre, les valorisations restent globalement raisonnables : le P/E pour les 12 prochains mois est inférieur à 14¹⁶ en Europe, autour de 12 dans les pays émergents, et 15,5 au Japon, en ligne avec les moyennes historiques sur 20 ans. Seuls les Etats-Unis ont un P/E supérieur à sa moyenne de

long terme, au-dessus de 20 - un niveau élevé lié au poids croissant du secteur de la technologie et des « Megacaps »¹⁷. Le ratio Free Cash Flow / Chiffre d'affaires, qui prend en considération les cash-flow importants dégagés par ces sociétés, indique toutefois des valorisations en ligne avec la moyenne historique des 30 dernières années, et en-dessous du niveau de la bulle « TMT » du début des années 2000¹⁸.

La valorisation des actions devrait en outre bénéficier du début du cycle de baisse de taux des banques centrales. Historiquement, la première baisse de taux de la Fed est suivie dans 80 % des cas d'une performance positive des marchés américains¹⁹.

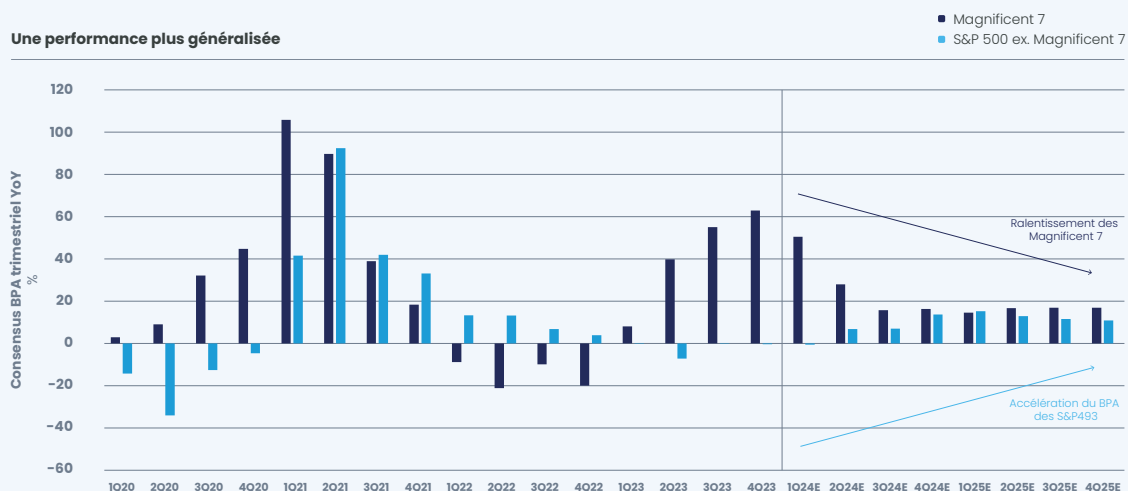
Par ailleurs, l'amorce du cycle de baisse de taux des principales banques centrales devrait réorienter les allocations des investisseurs vers les actifs de plus long terme. Après dix-huit mois de collecte, les fonds monétaires devraient ainsi perdre du terrain au profit des obligations à duration plus longue et des actions. Les investisseurs semblent reconstruire une exposition plus forte sur les actions après le choc de l'année 2022.

Vers une participation plus large à la croissance bénéficiaire ?

Sur le marché américain, nous restons positifs sur le secteur de la technologie qui devrait continuer à connaître une forte croissance de ses bénéfices et cash-flow. Après 4 trimestres de domination des « magnificent 7 » (plus de 40 % de hausse des bénéfices, largement tirée par Nvidia²⁰), les 493 autres sociétés du S&P500 devraient selon les prévisions délivrer une croissance bénéficiaire positive et réduire l'écart avec les Megacaps. Dans cette hypothèse, la hausse des marchés financiers serait plus saine car portée par la performance positive d'un plus grand nombre d'actions.

En Europe, nous augmentons notre exposition aux petites et moyennes capitalisations dans le but de bénéficier du redressement progressif de l'activité. En effet, ces sociétés en Europe ont sous-performé les plus grandes capitalisations de 25 % depuis 2022²¹, et de près de 5 % depuis le début de l'année. La performance des petites et moyennes capitalisations est fortement liée à la

Une performance plus généralisée



Source : Candriam, LSEG Datastream

Les performances passées ne constituent pas des indicateurs fiables de la performance future. Les marchés pourront évoluer très différemment dans le futur.

progression d'indicateurs économiques avancés comme les PMI et devrait être soutenue par une amélioration des facteurs macroéconomiques au cours des prochains mois, ainsi que par les premières baisses de taux de la banque centrale européenne. Au cours des 40 dernières années, les petites et moyennes capitalisations ont surperformé de 8 % dans les 12 mois qui suivent la première baisse de taux.

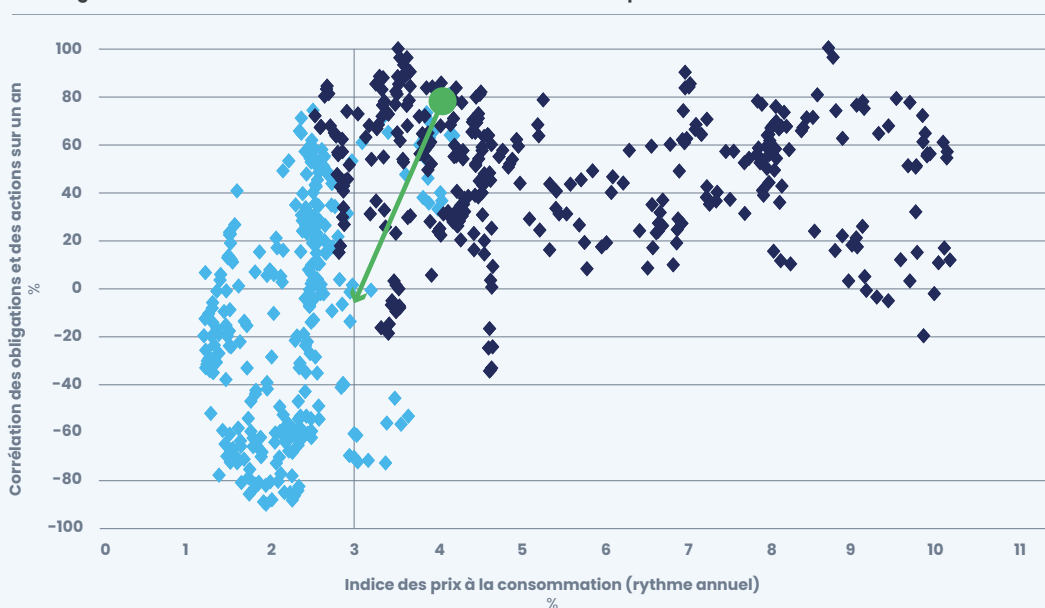
Une meilleure diversification possible entre classes d'actifs...

La corrélation positive entre actions et obligations ces dernières années a compliqué la gestion de portefeuilles diversifiés, les prix des deux grandes classes d'actifs évoluant dans la même direction. Les hausses de taux ont entraîné des baisses des marchés actions et des prix des obligations alors que toute détente des taux longs a permis aux marchés actions et obligataire d'afficher des performances positives. Notre analyse quantitative

montre que c'est le cas historiquement quand l'inflation dépasse le niveau de 3 %, ce qui fut le cas depuis la fin du Covid. En dessous de ce seuil de 3 %, la corrélation entre actions et obligations peut baisser, redevenir négative et permettre à nouveau une diversification effective entre actions et obligations. Dans nos prévisions économiques, nous devrions passer en dessous de ce niveau de 3 % aux Etats-Unis à horizon 2025.

Notre allocation est complétée par une exposition sur l'or, dont la performance a été bien supérieure à nos anticipations depuis le début de l'année, à la faveur d'une forte demande de certaines banques centrales (notamment chinoise). Nous estimons qu'au cours des prochains mois, le contexte macroéconomique devrait redevenir plus favorable (baisse possible des taux réels américains), tandis que la demande d'or des banques centrales devrait rester soutenue à moyen terme.

Les obligations vont retrouver leur fonction décorrélante au sein d'un portefeuille



Source : Bloomberg, Candriam

Les scénarios présentés sont une estimation basée sur des éléments du passé et/ou sur les conditions actuelles du marché et ne constituent pas un indicateur exact.

...devrait rendre plus efficiente l'augmentation progressive de la duration

A une exposition longue sur les actions, nous ajoutons par conséquent une exposition progressivement plus longue en duration sur les obligations. Nos prévisions économiques montrent en effet qu'avec un « soft landing » aux Etats-Unis et une économie en croissance relativement faible en Europe, une détente des taux longs est possible. Nous bénéficierons ainsi à la fois d'un portage attractif et d'un rôle d'amortisseur en cas de baisse des actions.

Notre sélectivité sera accrue tant sur les obligations gouvernementales que sur le crédit. Après le fort resserrement des spreads au premier semestre²², le profil de rendement / risque de certaines obligations nous semble moins attractif. Au niveau de spread actuel, les obligations à haut rendement américaines prennent en compte implicitement un taux de défaut proche de 0.

Les risques identifiés pour le second semestre sont avant tout de nature politique.

Les élections législatives françaises constituent une première échéance inattendue et pouvant mener à une instabilité politique accrue en France. Leur déclenchement a eu une répercussion directe sur le spread de la dette française, qui, avec un niveau proche de 80 bp (par rapport aux taux allemands), a rapidement intégré une partie de ce risque. Les actions françaises et européennes ont également été pénalisées, notamment certaines sociétés et certains secteurs comme

les banques françaises et les services collectifs. L'enjeu pour notre allocation d'actifs globale sera de comprendre, après les élections, dans quelle mesure cette instabilité peut accentuer la hausse des primes de risque (sur la dette française, sur certaines actions) et éventuellement altérer notre vision fondamentale. Dans l'attente des résultats, nous avons partiellement réduit notre allocation aux actions européennes et réduit notre exposition à la dette française. Nous pensons néanmoins que les risques de contagion à d'autres pays européens sont limités et que la BCE a les moyens le cas échéant de limiter ces effets.

Du côté des Etats-Unis, l'élection présidentielle sera également une étape clé pour les marchés financiers. On observe historiquement que les marchés actions évoluent de manière horizontale au cours des trois mois qui précèdent l'élection présidentielle, avec une volatilité accrue. Une des issues les plus défavorables du scrutin serait l'application à 100 % du programme de Donald Trump, inflationniste et délétère pour la croissance. Dans ce cas de figure, avec un risque de « stagflation », une exposition au dollar américain et à certaines matières premières comme l'or pourrait limiter le risque de baisse du portefeuille. Dans le cas d'une issue plus nuancée et raisonnable, les marchés financiers devraient revenir aux fondamentaux que nous jugeons plutôt bons pour les actions et les obligations.

Quoi qu'il en soit, et malgré cet environnement globalement positif, le deuxième semestre 2024 devrait encore être riche en incertitudes pour les investisseurs, source de volatilité souvent favorable à une gestion dynamique et active des portefeuilles.

13 - Source : estimation Candriam

14 - Source : Candriam

15 - Source : Ibes Datastream, indices MSCI, Juin 2024

16 - Source : Ibes Datastream, indices MSCI, Juin 2024

17 - Le poids des valeurs technologiques et des « megacaps » est passé de 20 % de l'indice en 2004 à 42 % aujourd'hui (S&P500)

18 - Le S&P500 dans son ensemble a vu son ratio Free Cash Flow / Chiffre d'affaires doubler de 6 % à 12 % entre 2004 et aujourd'hui (source UBS).

Au début des années 2000, le P/FCF était compris entre 30 et 40, il est de 25 actuellement.

19 - Source : Candriam

20 - Source : Candriam, LSEG Datastream

21 - Source : Bloomberg

22 - Source : Bloomberg, ICE BofA, réduction de spread depuis le début de l'année : -46 bp Euro/HY / -18 bp Euro IG, 27/06/2024



145 Mds €

**d'actifs sous gestion
Décembre 2023***



+600

**experts
à votre service**



+25 ans

**Leader dans
l'investissement responsable**

Ce document est fourni à titre d'information et à des fins éducatives uniquement et peut contenir des opinions de Candriam et des informations propriétaires. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

* À compter du 31/12/2022, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 31/12/2023.