

# 2024: dix thèmes en pleine lumière

**Candriam  
Outlook 2024**



**2024**

**Communication publicitaire**



# Table des matières.

Introduction

**Chronique d'une récession annoncée 04**

---

Banques centrales

**Politique monétaire : Des taux élevés...  
pour combien de temps ? 08**

---

Taux d'intérêt

**Face à une multitude d'opportunités...  
il faut choisir avec soin 12**

---

Actions

**Les actions peuvent-elles baisser  
même sans « hard landing » ? 18**

---

Dettes publiques

**Faut-il s'inquiéter de la soutenabilité  
des dettes publiques en zone euro ? 24**

---

Transition énergétique

**Turbulences dans la transition  
énergétique : Phénomène structurel  
ou cyclique ? 30**

---



Immobilier

**Immobilier : un dégel printanier ?** 36

---

Marchés émergents

**Dans la galaxie des marchés émergents, découvrez les nouvelles étoiles montantes** 42

---

Santé

**Le secteur de la santé jouera-t-il, comme attendu, son rôle défensif l'année prochaine ?** 48

---

Élections américaines

**États-Unis : que faut-il attendre en année électorale?** 54

---

Allocations d'actifs

**Quel portefeuille diversifié pour aborder 2024 ?** 60

---

Conclusion

**Investir avec conviction** 64

---

# Chronique d'une récession annoncée



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer

**Cette année encore, les marchés financiers dévoilent un horizon mouvant, parsemé de challenges et offrant aux investisseurs une captivante odyssée.**

Les tensions géopolitiques et les incertitudes économiques continuent d'exercer une influence considérable sur les marchés mondiaux. A ces préoccupations immédiates s'ajoutent celles – non moins critiques – du réchauffement climatique et de la perte de biodiversité, qui persistent comme des défis pressants, pour 2024 et les générations à venir. Ces questions, plus interconnectées qu'on ne saurait l'imaginer, exigent une attention et une action concertée de la part des investisseurs, des entreprises et des gouvernements.

Dans ces conditions volatiles, la compréhension approfondie des facteurs sous-jacents qui façonnent l'économie mondiale est – plus que jamais – un prérequis indispensable à l'identification d'opportunités d'investissement convaincantes. Qui plus est, dans une année électorale parsemée d'embûches où la tentation populiste sera malheureusement l'antienne, l'intégration de considérations extra-financières dans nos

décisions d'investissement reste selon nous le meilleur moyen de créer de la valeur pour nos investisseurs, tout en favorisant la transition vers un avenir plus durable. C'est une nécessité dans un monde de plus en plus incertain, et notre engagement vis-à-vis de nos clients.



# D'une année à l'autre : l'économie mondiale en mode résistance

2023 aura contredit beaucoup de Cassandra et de lois financières que l'on pensait immuables. En effet, malgré un resserrement monétaire d'une vitesse et d'une magnitude inédites, une courbe obligataire inversée et une crise bancaire, la récession la plus télégraphiée de l'histoire... n'a pas eu lieu. Les douze derniers mois auront cependant été particulièrement tumultueux et éprouvants pour des marchés convulsifs, ballottés de conflits géopolitiques en incertitudes économiques, en passant par des mouvements de banques centrales plus épiés que ceux de Taylor Swift.

De fait, la volatilité sur les marchés obligataires a fait son grand retour. Et comme souvent, l'étonnement a surgi là où il était le moins attendu : si nous anticipions une croissance positive et un ralentissement de l'inflation, l'honnêteté nous pousse à reconnaître que la force de l'économie américaine nous a surpris : le pouvoir d'achat des ménages s'est avéré bien plus solide qu'anticipé, soutenu par les hausses de salaires et un matelas d'épargne confortable, gonflé depuis la crise du Covid.

Un an plus tard, alors que le cycle est plus avancé et que les conditions financières se sont resserrées, le spectre de la récession vient retoquer à la porte, et il semble plus nécessaire que jamais de penser les perspectives d'investissement à l'aune du nouveau paradigme obligataire. A l'heure de bâtir les allocations, nous traitons ce challenge et ses conséquences à travers une série de dix questions auxquelles nos experts apporteront leurs réponses et leurs convictions, tout au long du mois de décembre. En voici un aperçu.

## Un nouveau paradigme obligataire

« *High for longer* » ? Alors que, jusqu'à présent, les banques centrales sont parvenues tant bien que mal à juguler l'inflation, c'est *la* question, celle que beaucoup d'entre nous – moi le premier – couchent sur le papier avant toute autre. Seront-elles moins restrictives en 2024 ? Dans un environnement de niveaux de rendement obligataires redevenus attractifs, est-ce pour autant le moment d'augmenter la duration et de continuer de privilégier le marché du crédit dont la résilience en a étonné plus d'un ?

De même, la hausse des taux a impacté la dynamique de la dette publique. Or, dans un environnement de croissance affaiblie et de réduction des programmes d'achat par les banques centrales, la question de la soutenabilité de la dette pourrait-elle se poser de nouveau en 2024 ? Elle n'a pas non plus été sans effet sur les marchés immobiliers avec une chute de la construction et des ventes. Alors que la baisse des prix a semblé limitée jusqu'ici, doit-on s'inquiéter d'une accélération ou s'agit-il au contraire d'une formidable opportunité de repositionnement ?

## **Au théâtre des *equities* : plusieurs temps, plusieurs lieux... plusieurs actions**

Malgré les taux réels élevés, les indices actions ont bien résisté. Il s'agit cependant d'une hausse en trompe-l'œil, marquée par une forte sélectivité en faveur des méga-capitalisations américaines et une décote des petites et moyennes capitalisations. Dès lors, quels secteurs, quelles zones géographiques privilégier demain ?

Après avoir été pénalisées par la hausse des taux en 2023, les valeurs des secteurs de croissance défensifs retrouveront-elles un peu de leur superbe pour surperformer en 2024 ? Ces sociétés, notamment dans le secteur de la santé, décotées malgré un bilan solide et un faible niveau d'endettement, vont-elles à nouveau bénéficier de l'évolution démographique et de leur forte capacité d'innovation ?

Et que penser du secteur de l'énergie renouvelable, chahuté par la hausse des taux, la flambée du coût des matières premières et une rentabilité en berne ? Les conséquences du réchauffement climatique sont sans équivoque et nous rappellent que la transition énergétique est nécessaire même si elle fait face à des challenges à court terme. Les investissements sont encore insuffisants pour atteindre les objectifs de neutralité carbone. La thématique sera incontournable aujourd'hui et demain, mais quelle place lui accorder, et quelle tactique adopter ?

Enfin, que penser du modèle de croissance de la Chine ? Est-il à bout de souffle, et le pays se trouve-t-il à l'aube d'une japonisation de son économie ? D'autres économies émergentes offrent-elles un potentiel de croissance et d'innovation à même de concurrencer l'empire du Milieu ? Quelles sont les alternatives ?

# 2024, année électorale et de défis

Outre les élections européennes, dont les enjeux seront nombreux – au premier rang desquels celui de la transition énergétique, absolument crucial –, c’est vers les Etats-Unis que tous les regards se tourneront à l’automne. Malgré un air de déjà-vu, comment cette élection pourrait-elle impacter notre scénario ?

*In fine*, face à un environnement géopolitique instable et une économie fragile et où l’instantanéité de la donnée prime, les investisseurs resteront suspendus aux lèvres des acteurs politiques et économiques, et continueront d’interpréter leurs signaux pour construire leurs portefeuilles : devons-nous toujours privilégier les obligations aux actions ?

Une certitude : un marché du travail qui resterait tendu soutiendrait un scénario d’inflation plus vigoureuse et donc, de potentielles nouvelles restrictions monétaires. Le retour d’un Trump 1.2 sur le fauteuil du Bureau ovale raviverait les tensions avec Pékin. Enfin une escalade au Proche-Orient ou au-delà des frontières ukrainiennes rabattrait les cartes des scénarios économiques.

Fort heureusement, nous ne sommes pas à l’abri de nombreuses bonnes (ou moins mauvaises) nouvelles : une inflexion des grands argentiers marquerait le « pivot » tant attendu et soutiendrait les classes d’actifs les plus risquées. Un plan de soutien massif en Chine serait également très apprécié, surtout en Europe. Enfin – et même s’il semble un vœu pieux à l’heure où nous écrivons ces lignes –, la fin du conflit russo-ukrainien atténuerait considérablement le risque géopolitique en Europe.

C’est sur cette note positive que l’ensemble des équipes d’investissement de Candriam et moi-même vous présentons nos meilleurs vœux pour une année 2024 prospère. Ensemble, nous restons pleinement engagés à collaborer avec vous pour naviguer dans les défis et les opportunités qui nous attendent.

**Bonne lecture !**





# Politique monétaire : des taux élevés... pour combien de temps ?

Vers une courbe des taux  
plus « normale ».



**Florence Pisani, PhD**

Global Head of  
Economic Research



**Emile Gagna**

Economist

**« Il y a encore du chemin à faire pour ramener l'inflation à 2 % » déclarait J. Powell, le Président de la Réserve fédérale en juin dernier ; « nous ne pouvons pas encore crier victoire » lui faisait échos quelques semaines plus tard son homologue européenne, Christine Lagarde. Malgré le reflux continu de l'inflation, le message martelé par les banques centrales des deux côtés de l'Atlantique n'a, pendant de longs mois, guère varié : les taux resteront élevés « longtemps ». Alors même que les banquiers centraux n'ont pas vraiment changé de ton, les opérateurs de marché viennent de réviser fortement leurs anticipations de taux : ils attendent maintenant des baisses de taux directeurs des deux côtés de l'Atlantique dès le début du printemps. A un horizon plus distant toutefois, ils restent très prudents et pensent que les taux directeurs seront fin 2027 un peu inférieurs à 4 % aux États-Unis et un peu supérieurs à 2,5 % en zone euro. Ces attentes sont-elles raisonnables ?**

## **L'histoire monétaire récente comme guide...**

Avant de réviser récemment leurs anticipations, les marchés semblaient avoir une confiance aveugle dans les engagements des banquiers centraux. Pourtant, l'histoire monétaire le rappelle régulièrement, les banquiers centraux ne peuvent raisonnablement faire des promesses allant au-delà de quelques mois. Lorsqu'en août 2003 la Réserve fédérale s'est engagée à maintenir une politique monétaire accommodante pendant une période « considérable », beaucoup se sont interrogés sur l'horizon de cette promesse : s'agissait-il de quelques mois, de plusieurs trimestres, ou bien encore d'années ? Cinq mois plus tard, ces mots étaient habilement retirés du communiqué de politique monétaire pour préparer les marchés au prochain relèvement des taux... qui aura effectivement lieu fin juin 2004. La « période considérable » aura ainsi duré « seulement » dix mois. La promesse faite en mars 2009 de maintenir les taux bas pendant une « période étendue » sera, elle, nettement plus longue, mais la déflagration provoquée par la Grande crise financière a, il faut le rappeler, été d'une ampleur sans précédent. En août 2011 la « période étendue » sera allongée « au moins jusqu'à mi-2013 » puis « jusqu'à mi-2015 ». La Fed ne

relèvera finalement ses taux qu'en janvier 2016. La banque centrale aura cette fois gardé ses taux bas pendant... sept ans. Ce bref rappel montre que la période associée aux qualificatifs « considérable », « étendue » ou « longtemps » est, pour le moins, variable. Le plus sûr pour les banques centrales est d'ailleurs de faire des promesses conditionnelles assez vagues, à l'instar de celle faite fin août par la Présidente de la BCE : la banque centrale maintiendra ses taux élevés « aussi longtemps que nécessaire » !

## L'ancrage des anticipations d'inflation

Faire l'exégèse des discours des banques centrales pour tenter d'y lire plusieurs trimestres à l'avance la politique monétaire à venir est donc vain. Mieux vaut s'interroger sur les conditions qui pourraient conduire les banques centrales à détendre leur politique monétaire. Leur objectif est aujourd'hui de parvenir à ramener l'inflation vers leur cible de 2 %, ce qui passe, en Europe comme aux Etats-Unis, par une détente du marché du travail. En l'absence d'un choc qui ferait basculer les économies en récession, cela signifie que la croissance doit, pendant un an ou deux, ralentir en deçà de son rythme potentiel. Personne bien sûr ne sait exactement quelle est cette vitesse de croisière, mais, pour que les banques centrales envisagent une politique monétaire moins restrictive, le rythme de la croissance doit probablement tomber en deçà de 1,5 % aux Etats-Unis en 2024 et de 0,5 % dans la zone euro. Une fois cette condition satisfaite, la politique monétaire pourrait devenir moins « restrictive ». Là encore toutefois, juger du niveau « normal » des taux des banques centrales est loin d'être aisé. Ce niveau est variable au cours du temps et dépend notamment des anticipations d'inflation des agents économiques. Le degré de restriction associé à un taux nominal de 4 % n'est pas le même selon que l'inflation attendue sur les prochaines années est de 2 %... ou de 4 % ! Si les banques centrales parviennent effectivement à ramener l'inflation vers leur cible, un taux court nominal autour de 3,5 % aux Etats-Unis ne paraît pas déraisonnable ; en Europe il est probablement plus proche de 2,5 %. De ce point de vue la révision en baisse des anticipations de marché depuis début novembre semble aller dans la bonne direction même si les opérateurs ignorent toujours le risque qu'une récession survienne d'ici quelques années.

# Le dégonflement des bilans

Un dernier argument plaide en faveur de taux courts plus bas à moyen terme. Depuis la « Grande Crise Financière », les bilans des banques centrales ont joué dans la conduite de la politique monétaire un rôle très particulier : la Réserve fédérale comme la BCE ont eu recours à des politiques d'assouplissement quantitatif qui ont conduit à une explosion de la taille de leurs bilans, de moins de 1 trillion (en monnaies nationales) début 2005 à près de 9 trillions début 2022. Chacune à leur rythme, elles tentent maintenant de dégonfler leurs bilans. La situation économique notamment ne justifie plus la mise en œuvre de politiques non conventionnelles. L'argument politique n'est pas non plus sans importance : si les banques centrales peuvent faire des pertes et opérer avec des fonds propres négatifs, un bilan allégé de titres achetés hier à prix élevés faciliterait leur retour à la profitabilité. Cela aiderait également les banques centrales à réaffirmer leur indépendance. Dans le cas de la BCE enfin, l'aspect juridique est aussi important : l'arrêt de 2018 de la Cour de justice de l'Union européenne sur la légalité du PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) souligne la nature temporaire des programmes d'assouplissement quantitatif, ce qui n'oblige pas la BCE à réduire la taille de son portefeuille de titres mais la contraint *a minima* à expliquer en quoi elle l'aide à atteindre son objectif de stabilité des prix... Quelle qu'en soit la raison, la poursuite du dégonflement des bilans des banques centrales – appelé parfois « resserrement quantitatif » – fera monter les primes de terme<sup>1</sup> et appellera, toutes choses égales par ailleurs, des taux courts plus bas. Au total, le dégonflement des bilans traduira une normalisation de la politique monétaire : après avoir été plate, voire inversée, pendant plusieurs années, la courbe des taux pourra enfin reprendre un profil normal !



<sup>1</sup> -La prime de terme est le supplément de rendement demandé par les investisseurs pour compenser l'incertitude liée à la détention de titres à long terme.



# Face à une multitude d'opportunités... il faut choisir avec soin.



**Philippe Noyard**

Global Head of Fixed Income



**Charudatta Shende**

Head of Client Portfolio Management - Fixed Income

**« Les intérêts composés sont la huitième merveille du monde », a dit Albert Einstein. Au cours de la dernière décennie, les investisseurs en obligations n'ont pas été en mesure de profiter pleinement de cette merveille, car les rendements historiquement bas, voire négatifs, ont masqué toute la puissance de la composition des intérêts.**

**Heureusement, depuis le milieu de l'année 2022, les rendements ont connu un retour en grâce, positionnant fermement les taux en territoire positif, et offrant aux investisseurs une opportunité de plusieurs décennies et des points d'entrée intéressants. Les obligations souveraines et d'entreprises offrent des rendements que nous n'avions pas connus depuis 2011.**

**Toutefois, pour véritablement en bénéficier, les investisseurs devront rester attentifs. Si les inquiétudes externes se sont estompées, les risques spécifiques et idiosyncrasiques gagnent en importance dans tous les segments obligataires.**

## **Des opportunités à profusion ?**

Avec des rendements avoisinant les 4 %<sup>1</sup> sur les marchés monétaires, la simple détention de liquidités est devenue rémunératrice, ce qui laisse aux investisseurs le temps d'examiner les opportunités d'investissement. Investir dans cette classe d'actifs peu risquée peut également permettre de gérer la volatilité des portefeuilles obligataires.

Le **crédit euro investment grade** permet désormais aux investisseurs d'engranger des rendements très intéressants de 4,3 %<sup>2</sup> voire plus, avec une courbe d'échéance extraordinairement plate. Les investisseurs peuvent sécuriser, sur une plus longue période, des rendements historiquement élevés sur des titres de qualité relativement élevée également, alors que les marchés actions renouent avec leur positionnement plus traditionnel - rendements de dividendes plus faibles et volatilité plus élevée.

Les **obligations internationales à haut rendement** présentent également un profil très différent, avec des coupons supérieurs à 8 %<sup>3</sup>, contre à peine 4 % il y a deux ans. De plus, la qualité du marché du *high yield* s'est considérablement améliorée depuis la dernière fois que de tels rendements ont été observés, en 2011 (l'Euro HY<sup>4</sup> est désormais composé à 75 % de signatures BBs, contre

seulement 50 % en 2011, et le HY US<sup>5</sup> est à 50 % contre 35 % à l'époque). La partie Global High Yield de meilleure qualité, de notation BB, offre actuellement des rendements nettement supérieurs à 5 %.

Les **obligations d'état** se distinguent. Les investisseurs n'ont sans doute pas oublié que la quasi-totalité de la courbe de l'emprunt d'état allemand était *négative* il y a à peine deux ans. La partie courte de cette valeur refuge européenne délivre aujourd'hui aux alentours de 3,6 %<sup>6</sup>, tandis que son homologue américain est à un colossal 5,3 %<sup>7</sup>, avec un faible risque de *spread* et aucun risque de crédit.

La dette souveraine émergente est en tête avec des coupons supérieurs à 8,7%<sup>8</sup>. Une partie non négligeable du marché consiste en des restructurations de dettes potentiellement sous-évaluées (de pays proches d'un accord avec leurs créanciers), dont nous estimons le rendement à plus de 12 % en moyenne.

## Risques : De macro à micro

Bien que les marchés obligataires semblent particulièrement accueillants, nous pensons qu'il sera essentiel d'identifier les risques idiosyncratiques. Les rendements sont peut-être de retour, mais les performances des obligations restent asymétriques. En l'absence de soutien de la part des banques centrales, les valorisations des émissions d'entreprises et d'États souverains sont de nouveau liées aux fondamentaux. Les marchés obligataires, qui étaient récemment guidés par les banques centrales, sont désormais davantage influencés par les données économiques, les bilans et les *business models*. À cela s'ajoute l'importance croissante des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans le risque de crédit.

**Les entreprises** entrent dans un environnement où le coût du service de la dette a considérablement augmenté. Par ailleurs, nous pensons que les niveaux actuels des *spreads* sur l'Euro *investment grade* (145 bps<sup>2</sup>) et le Global *high yield* (420 bps<sup>3</sup>) ne reflètent pas correctement ces risques. Dans le segment du haut rendement, nous prévoyons également un élargissement des *spreads* de l'ordre de 500 points de base (avec toutefois une forte volatilité en 2024) et une augmentation modérée des taux de défaut à plus de 5 %.

Les grandes tendances comme la numérisation, l'automatisation et l'intelligence artificielle ont une forte influence sur les activités des entreprises. La capacité d'adaptation des émetteurs sera essentielle. Il semble évident que les grandes entreprises dont les activités sont très diversifiées et qui ne sont pas axées sur le consommateur final sont beaucoup moins exposées au ralentissement économique. Le nouvel environnement favorise les entreprises peu endettées



**« Les intérêts composés sont la huitième merveille du monde ». Êtes-vous prêt à faire face à des taux plus élevés ?**

et offrant de la visibilité sur leurs flux de trésorerie. Certains émetteurs seront plus sensibles aux calendriers de remboursement et subiront des pressions pour se refinancer à des taux plus élevés. S'il est peu probable que le segment *investment grade* dans son ensemble soit touché par un "mur des échéances", le segment du haut rendement pourrait être confronté à un problème de refinancement en 2025 et 2026.

De même, les **émetteurs souverains** dépendront de plus en plus de leur profil économique et d'endettement, et les risques spécifiques seront également déterminants. Les politiques budgétaires et les risques politiques reviendront sur le devant de la scène. En effet, les marchés accordent une plus grande attention aux budgets et à l'impact de taux plus élevés sur la viabilité de la dette. Dans le passé, la distinction se faisait principalement entre les marchés *core* et les marchés périphériques, mais nous nous attendons à ce que l'avenir soit très différent. Prenons l'exemple du Portugal : à la suite de ses réformes fiscales, ses obligations se négocient aujourd'hui avec des *spreads* inférieurs à ceux de la France. Nous pensons également que la volatilité sera plus élevée au cours d'une année d'élections dans plusieurs grands pays - États-Unis, Royaume-Uni, Inde et Indonésie.

Un nombre croissant de pays émergents auront certainement besoin de l'aide du FMI, qui conditionnera probablement cette aide aux fondamentaux et à la volonté politique. Certains pays, comme le Ghana, la Zambie et le Sri Lanka, sont bien avancés dans leur restructuration, mais ce n'est pas le cas d'autres pays en difficulté.

Les mesures de durabilité sont désormais essentielles pour évaluer la solvabilité des États, car le changement climatique a un impact important sur les économies. Par exemple, l'Inde, qui connaît une forte croissance, est néanmoins confrontée à l'impact de la pollution. Les écoles et les établissements publics ont récemment été fermés pendant plusieurs jours dans certaines villes, et les effets à long terme sur la santé sont déjà visibles. A long terme, ces éléments affecteront le profil global de la dette des différents pays.

**Des taux plus élevés peuvent faire décoller, ou imploser, votre portefeuille. Comme Einstein, faites le calcul.**



# Investissement : Faire vite.... sans précipitation

**Les marchés obligataires offrent aujourd'hui une pléthore d'opportunités de rendement.** Avec les obligations, l'importance du *carry* ne réside pas seulement dans le revenu, mais aussi dans le coussin de sécurité qu'il offre en cas de conditions de marché défavorables. Si les *spreads* se creusent sur un segment obligataire en particulier, le *carry* peut protéger les investisseurs en compensant partiellement la baisse de la valeur de marché. Le nouvel environnement de taux d'intérêt – ou disons plutôt le retour à un environnement normal de taux d'intérêt – **favorise une allocation obligataire diversifiée**, où chaque segment génère des revenus et remplit un rôle spécifique dans le portefeuille.

Pour exploiter ces opportunités, les investisseurs doivent comprendre et **analyser les risques qui entourent les différents émetteurs**. Ce marché de *bond-picking* exige une sélection rigoureuse des émetteurs et des émissions afin de générer des rendements ajustés du risque. Une recherche bottom-up rigoureuse et disciplinée sera plus que jamais nécessaire pour sélectionner les émetteurs souverains comme les entreprises, afin d'évaluer la solvabilité et de comprendre les risques spécifiques à chaque émission.

**Intégrer l'analyse ESG** à la gestion obligataire est indispensable pour parvenir à une compréhension exhaustive de la viabilité de la dette – qui sera à l'avenir un élément essentiel des portefeuilles obligataires.

Pour continuer sur l'observation d'Einstein : « *L'intérêt composé est la huitième merveille du monde. Celui qui le comprend le gagne... Celui qui ne le comprend pas le paie...* »

1 - €ster : 3,902 % au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
2 - ICE BofA Euro Corporate Index au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
3 - Indice ICE BofA Global High Yield au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
4 - Indice ICE BofA Euro High Yield au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
5 - Indice ICE BofA US High Yield au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
6 - Taux allemand à 12 mois, au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
7 - Taux américain à 12 mois au 24.11.2023 - Source : Bloomberg  
8 - Indice JPM EMBI Global Diversified au 24.11.2023 - Source : Bloomberg



# Les actions peuvent-elles baisser même sans « hard landing » ?



**Thibaut Dorlet**

CFA, Senior Multi-Asset Fund  
Manager

En l'absence de récession, l'année 2023 a été favorable aux indices actions. Ceux-ci ont néanmoins connu une hausse inégale, marquée par une forte sélectivité au sein des méga-capitalisations aux États-Unis et une sous-performance des petites et moyennes capitalisations heurtées par l'augmentation historique des taux.

Pour 2024, nous privilégions l'hypothèse d'une poursuite de l'atterrissage en douceur des économies développées ainsi que d'une stabilisation de l'économie chinoise.

Peut-on pour autant écarter le risque d'une baisse des marchés actions ?

## Un défi dans un contexte de taux réels élevés

Des taux réels obligataires élevés sont traditionnellement défavorables à l'expansion des ratios cours/bénéfices (P/E). C'est néanmoins une appréciation des valorisations qui a porté les marchés actions en 2023, dans le contexte d'une croissance économique plus robuste que prévue.

En 2024, nous anticipons un ralentissement de la croissance et une poursuite de la baisse de l'inflation, ce qui devrait exercer une pression baissière sur les taux réels et créer un environnement favorable pour les valorisations boursières. Toutefois, compte tenu des niveaux de taux déjà anticipés dans les valorisations des actions, nous estimons que ce soutien sera relativement faible voire nul.

**US 12 month Forward P/E vs Real Yields**  
6 month change



Source: Bloomberg, November 2023.  
Past performance of a given financial instrument or index or an investment service or strategy, or simulations of past performance, or forecasts of future performance do not predict future returns.

# Un support venant des marges et des bénéfices en 2024?

Si la valorisation risque de ne pas être un support additionnel aux actions, une croissance faible mais positive devrait toutefois soutenir les bénéfices des entreprises. Dans quelle mesure ?

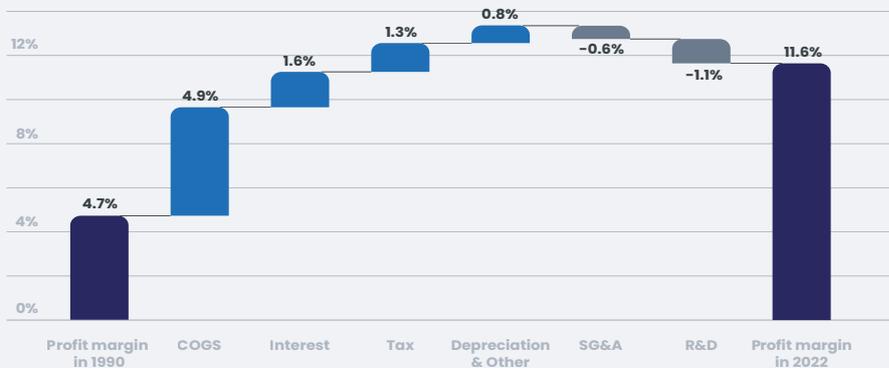
Pour 2024, nos économistes prévoient une croissance du PIB de +1,9 % aux États-Unis et +0,5 % en Europe (scenario de « soft landing »). Historiquement, ces niveaux sont compatibles avec une croissance des bénéfices des entreprises de +7,5 % aux États-Unis et de +2,5 % en Europe. Or, les marchés anticipent déjà des niveaux supérieurs pour 2024 (+12 % aux US et +6,5 % en Europe), ce qui devrait conduire à une révision négative des attentes de bénéfices pour l'année prochaine – d'autant que les entreprises devraient faire face à des pressions supplémentaires sur leurs marges.

D'une part, les marges bénéficiaires se situent sur des niveaux élevés dans l'ensemble des zones, dépassant les niveaux pré-Covid. Avec la croissance probable des salaires réels en 2024, ces marges devraient être plus difficiles à préserver.

D'autre part, depuis les années 2000, les entreprises ont bénéficié de taux obligataires en constante diminution, de baisses d'impôts généralisées et de la mondialisation. Cette séquence positive pourrait toucher à sa fin en raison :

- de besoins de financement des états grandissants, alors que leurs niveaux d'endettement sont déjà élevés suite aux efforts fiscaux consentis pendant la pandémie. Les taux de prélèvement ont commencé à augmenter (pressions sur le secteur bancaire en Italie, en Belgique ou en Espagne pour la mise en place d'un impôt « exceptionnel » ; vote par le Congrès américain d'un taux d'imposition minimum de 15 % pour les grandes entreprises ainsi que d'une taxe sur les rachats d'actions) et cette tendance pourrait se poursuivre en 2024.
- de la fin des politiques monétaires ultra-accommodantes, qui devrait augmenter durablement les frais financiers des entreprises.
- des récents chocs d'approvisionnement qui devraient affecter les marges des entreprises.

## Drivers of S&P500 profit margin expansion since 1990



Source: Goldman Sachs  
(COGS: Cost of Goods Sold; SG&A: Selling, General and Administrative Expenses; R&D: Research & Development)

Compte tenu de ces risques baissiers sur les projections actuelles de bénéfices, nous restons prudents quant à la capacité des croissances de bénéfices à soutenir fortement les marchés boursiers en 2024.

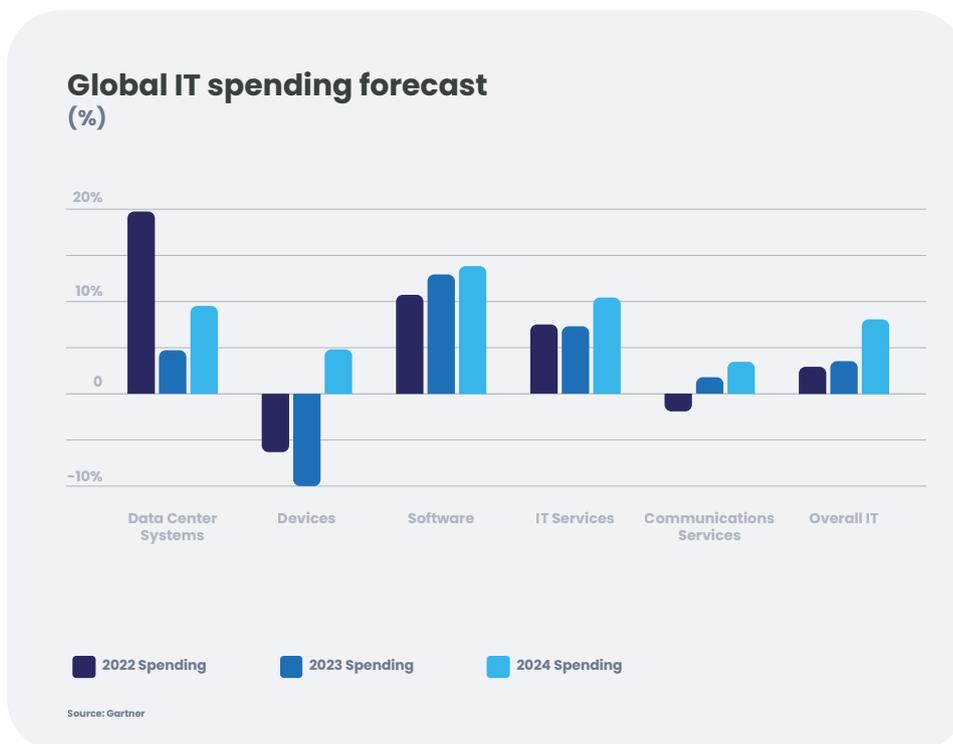
Par ailleurs, de bonnes nouvelles sont déjà intégrées dans les valorisations.

Dès lors, bien que nous n'anticipions pas de « hard landing » (récession marquée), le scénario d'un marché actions horizontal nous paraît le plus probable avec un potentiel de hausse limité.

## Quels régions et secteurs favoriser en 2024 ?

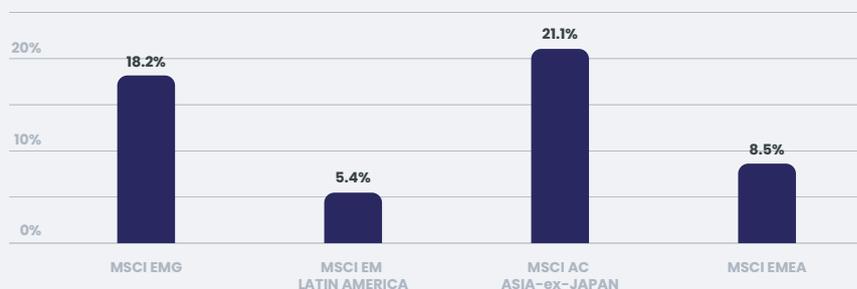
Si le marché action manque dans son ensemble de catalyseurs, il n'en reste pas moins des thématiques et secteurs attractifs.

**Aux Etats-Unis, les valeurs technologiques** devraient continuer à surperformer, tirant avantage de leurs capacités d'innovation, notamment par la monétisation des services de Cloud et d'IA (+10%<sup>1</sup> d'investissements l'année prochaine). Des bilans solides et de faibles niveaux d'endettement confèrent au secteur une résilience accrue face à un ralentissement économique. Les valorisations paraissent raisonnables au vu de la croissance long terme attendue du secteur.



**Dans les pays émergents**, nous voyons des opportunités en **Amérique latine**, qui devrait continuer à bénéficier de la relocalisation de l'industrie Américaine (« Nearshoring ») dans un contexte de résilience des prix des matières premières. Les attentes modestes en termes de croissance des bénéfices, les valorisations modérées et un environnement favorable des banques centrales devraient porter les marchés de la région, notamment le Brésil qui mène des réformes fiscales.

### EPS Growth changes 2024 - Emerging Equities

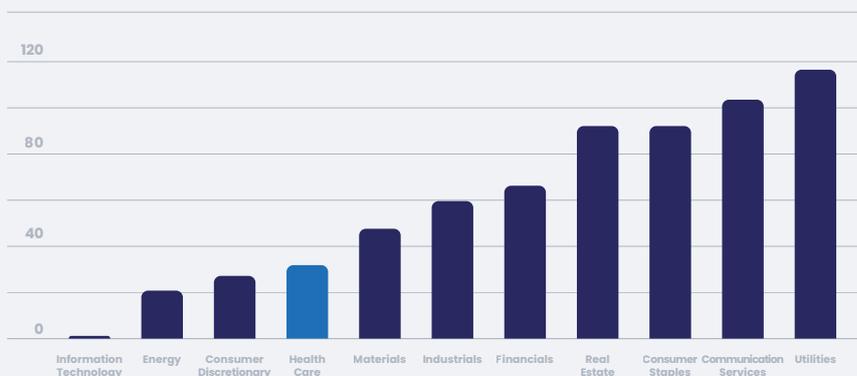


Source: Datastream, November 2023

**En Europe**, la situation économique reste plus morose avec une croissance faible sans catalyseur visible dans les prochains mois (volatilité persistante des prix de l'énergie, taux directeurs élevés, une Allemagne devant se réinventer). A ce titre, nous privilégions les entreprises les mieux positionnées pour défendre leurs marges, ayant un bilan solide et pouvant bénéficier d'une baisse des taux en 2024, telles que les valeurs de santé et de consommation de base.

- **Les valeurs de santé**, à l'exception de certains émetteurs comme Novo Nordisk<sup>2</sup>, ont majoritairement sous-performé le marché en 2023. Elles devraient jouer un rôle défensif en 2024, leur capacité d'innovation soutenant les marges tandis que leur activité semble s'être normalisée post-pandémie. Elles bénéficient d'une bonne visibilité sur la progression de leurs flux de trésorerie en l'absence d'expiration majeure de brevet avant la fin de la décennie, et avec la possibilité d'être surpris positivement par l'arrivée de nouveaux médicaments développés. Le faible niveau d'endettement du secteur est également un avantage dans un environnement de taux élevés.

## Net Debt to Equity European Equities (%)



Source: Bloomberg, November 2023

- **Les valeurs de consommation de base** ont quant à elles un pouvoir de fixation des prix important, leur permettant de maintenir des marges élevées tout en bénéficiant d'une bonne visibilité sur leur activité. La valorisation du secteur a subi un ajustement significatif en raison de la hausse des taux en 2023 et devrait profiter d'un environnement plus propice en 2024. Enfin, le secteur a, par son aspect défensif, la capacité de surperformer dans un contexte de ralentissement économique.

Pour résumer, les actions ont connu une année 2023 favorable marquée toutefois par une forte dispersion. Dans notre hypothèse d'une poursuite de l'atterrissage en douceur des économies développées en 2024, le scénario d'un marché actions horizontal nous paraît le plus probable avec un potentiel de hausse limité. Le potentiel de baisse nous paraît également relativement faible compte tenu des marges de manœuvre que se sont reconstituées les banques centrales. L'épisode de stress autour des banques américaines du mois de mars nous a d'ailleurs montré que la Fed restait à la manœuvre en cas de nécessité.

Nous préférons éviter les valeurs fortement endettées et sélectionnons des entreprises offrant de la résilience et de la visibilité dans cet environnement de ralentissement.

Aux Etats-Unis, les valeurs technologiques devraient continuer à générer de la croissance bien que l'ampleur de la surperformance constituée en 2023 soit difficilement reproductible. En Europe, nous favorisons les valeurs défensives de qualité.

1 - Source Gartner - 2024 IT spending forecast ex-Communication services

2 - La valeur est présente dans certains portefeuilles gérés par Candriam



# Faut-il s'inquiéter de la soutenabilité des dettes publiques en zone euro ?



**Emile Gagna**

Economist



**Sylvain De Bus**

Deputy Head of Global Bonds

**Confrontés à une succession de chocs (pandémie, envolée des prix de l'énergie), les gouvernements ont laissé leurs déficits se creuser pour en limiter les conséquences économiques et sociales. Au « quoi qu'il en coûte » sanitaire et sa politique de maintien des revenus a succédé le « quoi qu'il en coûte » énergétique et ses mesures de préservation du pouvoir d'achat. Si le bas niveau du taux de chômage illustre le succès de ces politiques, la hausse du poids de l'endettement public donne, elle, une idée de leur coût : entre 2019 et 2023 : ce poids est monté de 6 points de PIB en Allemagne, 8 en Belgique, 9 en Espagne et en Italie... et plus de 12 en France ! Et encore, cette hausse de l'endettement ne reflète pas pleinement l'accumulation des déficits.**

## **Le coût du « quoi qu'il en coûte » allégé par l'inflation**

L'équation (2) de l'encadré montre en effet que le poids de la dette augmente à hauteur du déficit primaire (i.e. le déficit hors charge d'intérêt), mais aussi en fonction de l'écart entre le taux d'intérêt moyen sur la dette ( $i$ ) et la croissance nominale ( $g$ ). Cet effet, habituellement appelé « effet boule de neige » – il augmente le poids de la dette lorsque l'écart  $i-g$  est positif – a cette fois *atténué* la hausse du poids de la dette (l'écart  $i-g$  étant négatif). Entre 2020 et aujourd'hui, les Etats ont donc bénéficié d'une fenêtre favorable pendant laquelle une croissance nominale supérieure au taux d'intérêt moyen a contribué à alléger la facture du « quoi qu'il en coûte » (graphique a). Que cet effet ait joué alors même que les taux d'intérêt auxquels les Etats s'endettent augmentaient fortement ne doit pas surprendre. Avec une maturité moyenne d'environ huit ans, seule une fraction de la dette est renouvelée aux taux d'intérêt du marché : la hausse de ces taux ne se transmet donc que très graduellement au coût moyen de la dette. L'effet de l'envolée des prix (et donc de la croissance nominale) sur le poids de la dette est lui, en revanche, instantané ! La fenêtre favorable est toutefois en train de se refermer...

## L'arithmétique de la dette

L'équation d'endettement s'écrit simplement :

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - P_t \quad (1)$$

avec  $D_t$ , dette à la date  $t$  ;  $i_t$  taux d'intérêt nominal moyen payé en  $t$  ;  $P_t$ , solde primaire (i.e. solde hors paiements d'intérêts) à la date  $t$  : s'il est positif, il s'agit d'un excédent primaire et son montant vient réduire la dette.

En divisant (1) par le PIB de la période  $t$ , on peut montrer que :

$$d_t - d_{t-1} = p_t + \frac{i_t - g_t}{(1 + g_t)} d_{t-1} \quad (2)$$

avec  $g$ , taux de croissance nominal du PIB ;  $p$ , solde primaire rapporté au PIB et  $d$ , dette publique rapportée au PIB.

## Une arithmétique désormais moins favorable

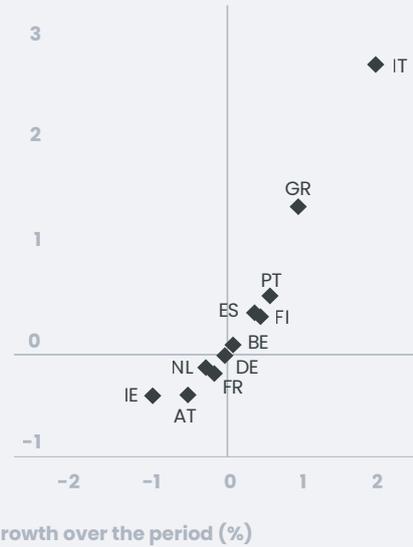
Avec un poids de la dette en hausse et des déficits primaires toujours élevés par rapport à 2019, les gouvernements abordent les années à venir dans une situation moins favorable. Alors que le coût moyen de l'endettement va continuer de monter, la baisse de l'inflation et la faiblesse des perspectives de croissance ne vont pas aider. A moyen terme, les gouvernements européens n'ont pas le choix : s'ils veulent éviter une dérive du poids de leur endettement, ils doivent ramener leur solde budgétaire primaire à l'équilibre (graphique b). L'équation est même sensiblement plus compliquée pour l'Italie : avec un poids de la dette élevé, des taux d'intérêt eux aussi élevés et une croissance assez faible, elle va devoir dégager durablement des excédents primaires.

## Interest rate differential – growth and primary balance by period

a. 2008–2023



b. medium term



2009–2014 2015–2019 2020–2023

Sources: LSEG Datastream, Candriam

Au final, pour trois pays au moins, les efforts à fournir sur les prochaines années sont loin d'être négligeables : la France, la Belgique et l'Italie doivent réduire leur déficit primaire de respectivement 3, 3,5 et 4 points de PIB. Rappelons toutefois que depuis la création de la zone euro en 1999, l'Italie n'a eu de déficit primaire que pendant cinq années (en 2009 et depuis la pandémie), quand la France, elle, n'a eu des excédents primaires – parfois modestes ! – que pendant cinq années...

## De nouveaux besoins de dépenses

Rééquilibrer les Budgets est d'autant plus nécessaire que de nouveaux besoins de financement se profilent à l'horizon. La guerre qui se déroule aux portes de l'Europe et, plus globalement, les risques géopolitiques croissants poussent nombre de gouvernements à augmenter leurs dépenses de défense. Le

## Primary balance rebalancing effort needed to stabilize debt to GDP over the medium term (in % of GDP)

Effort (+) / Margin (-)



Sources: LSEG Datastream, Candriam

vieillesse démographique impose également un coût croissant à nos sociétés (santé, retraite...). Enfin, la transition énergétique nécessite d'importants efforts d'investissement dont une partie devra être portée par le secteur public. La Commission européenne estime qu'atteindre les objectifs fixés (*Fit for 55* en particulier) coûtera 620 milliards d'euros supplémentaires par an à l'Union Européenne. Si le secteur public en prend 40 % à sa charge, cela implique des dépenses publiques plus élevées de 1,5 points de PIB sur la décennie !

## Quel rôle pour la banque centrale ?

Dans ce contexte, l'arrêt des programmes d'achats de la BCE – voire le dégonflement de son bilan – complique un peu plus l'équation budgétaire : alors

que la banque centrale a absorbé une partie importante des émissions souveraines ces dernières années, le secteur privé va désormais devoir prendre le relais. Prévenir l'enclenchement d'une dynamique telle qu'on a pu l'observer au début des années 2010 est dès lors essentiel. Sur ce point, la banque centrale semble aujourd'hui mieux placée pour éviter que d'éventuels doutes sur la solvabilité d'un Etat aboutissent à une panique ! Dans le cadre de son PEPP<sup>1</sup>, elle peut pour l'instant encore, comme elle l'a fait à l'été 2022, réinvestir les tombées dans les titres d'un pays qui subirait une pression induite des marchés. Enfin, pourvu notamment que la dette publique du pays concerné soit jugée soutenable, la BCE peut activer un dernier outil (*Transmission Protection Instrument*) et intervenir sur le marché secondaire.

## **“The Times They Are a-Changin’”**

Les mesures de soutien budgétaire exceptionnelles décidées, avec l'aval de la Commission européenne, ont permis d'atténuer fortement le choc de la Covid et les effets de la crise énergétique. Elles ont toutefois largement entamé les marges budgétaires de certains Etats de la zone euro. Certes, le renforcement de la surveillance du secteur bancaire – le relèvement des exigences en matière de fonds propres en particulier – diminue le risque de voir émerger un cercle vicieux où les inquiétudes sur la solvabilité des banques et des Etats s'autoalimentent. Certes, pendant quelques années encore, le coût moyen de la dette va rester modéré, les Etats ayant généralement profité des taux bas avant la pandémie pour allonger la maturité de leur dette. La masse de titres souverains à absorber par le secteur privé n'en sera pas moins élevée en 2024 (un peu plus de 1200 milliards d'euros d'émissions brutes). Dans un contexte de taux d'intérêt élevés, de potentiels de croissance peu favorables et de besoins d'investissement importants, la crédibilité des gouvernements en matière budgétaire pourrait être testée.

Pour ceux dont la situation est la plus dégradée, s'engager à remettre leur Budget sur une trajectoire soutenable doit être une priorité. Encore faut-il que le rééquilibrage soit progressif : au moment où de nouvelles règles budgétaires sont en discussion, il est important de se souvenir de la crise des dettes souveraines de 2011...

<sup>1</sup> - Pandemic Emergency Purchase Programme



# Turbulences dans la transition énergétique : Phénomène structurel ou cyclique ?



**Alix Chosson**

Lead ESG Analyst for Environmental Research & Investments



**Nicolas Cleris**

Senior Credit Analyst



**Nicolas Rutsaert**

Senior Equity Analyst



**Marouane Bouchriha**

CFA, Senior Fund Manager, Thematic Global Equities

**Hausse des taux, évolution des réglementations, retournements de tendances sur les coûts des intrants – les investissements dans les énergies propres n'ont jamais été aussi élevés ni aussi difficiles qu'en 2023.**

**Alors que les marchés semblent jeter l'ensemble du secteur avec l'eau du bain dans cette période inflationniste, il est temps de distinguer les changements structurels des incidents qui surviennent inévitablement lorsque les industries changent d'échelle... et qui devraient dès lors s'atténuer.**

## **La transition se poursuit**

Malgré les guerres, les ruptures d'approvisionnement, l'inflation et l'incertitude géopolitique, l'énergie propre reste une priorité pour la plupart des gouvernements – en témoigne le nombre de participants à la COP 28 à Dubaï. Non seulement le changement climatique reste le principal défi mondial de ce siècle, mais la nécessité d'une action décisive en faveur du climat ne fera que s'accroître à mesure que la fenêtre d'action se refermera sur nous.

Nous n'avons pas (encore) constaté de ralentissement dans le rythme de la transition énergétique. Au contraire, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoit une nouvelle année record, avec l'addition de nouvelles capacités renouvelables en 2023 estimées à 440 GW, soit une augmentation de plus de 100 GW par rapport à 2022 – et ce, malgré l'inflation des coûts dans la plupart des domaines. L'électrification des véhicules de tourisme se fait à un rythme que l'AIE décrit comme proche de celui requis par son très ambitieux scénario « Net Zero ». Une voiture sur cinq vendue en 2022 était électrique, contre seulement une sur 25 à peine deux ans auparavant<sup>1</sup>.

Pourtant, les marchés financiers n'ont pas été très favorables aux technologies propres en 2023, et en particulier aux énergies renouvelables. Après plusieurs

années de bons résultats obtenus à la faveur d'un soutien réglementaire important, le secteur souffre aujourd'hui de vents contraires d'ordre macroéconomique, géopolitique et sectoriel.

Le segment de l'énergie propre atteindra-t-il l'objectif mondial fixé à Paris de tripler les capacités renouvelables d'ici à 2030 ? Pour faire simple, cela dépendra de la capacité des gouvernements à maintenir les incitations à l'investissement à long terme dans un environnement économique en mutation.

## **La rentabilité ? C'est compliqué.**

Après plusieurs années d'amélioration, la situation économique des énergies renouvelables s'est détériorée pendant la majeure partie de l'année 2023. Le coût de l'énergie nivelé (LCOE)<sup>2</sup> du secteur des énergies propres au sens large a augmenté d'environ 15 % à 25 % de 2020 à 2023<sup>3</sup>, même en tenant compte de certains segments où les coûts ont en fait diminué. La construction de nouvelles capacités d'énergie fossile reste un choix beaucoup plus coûteux, qui n'a pas non plus échappé à la pression des coûts d'intrants du gaz et du charbon en 2022.

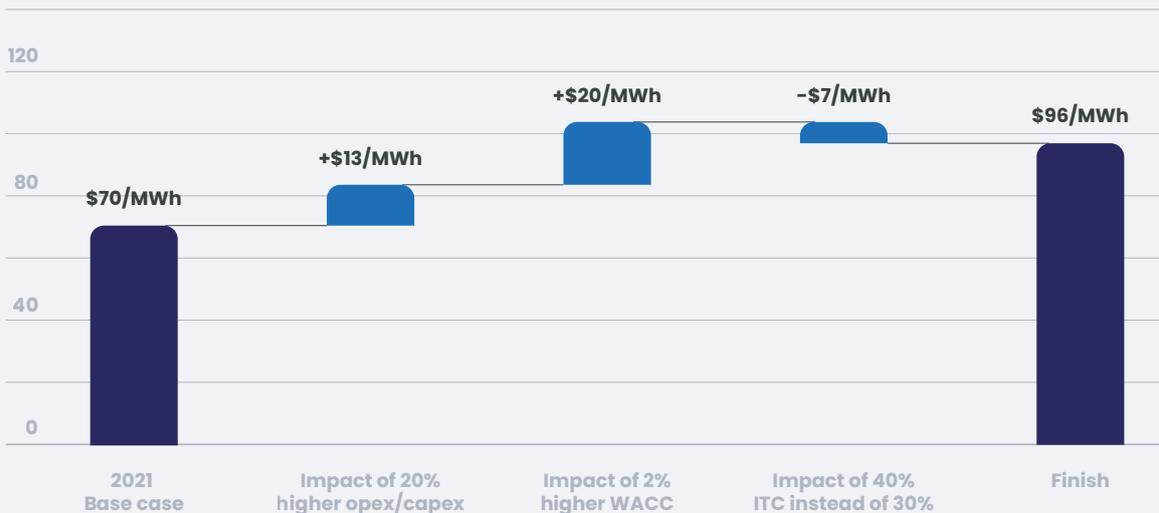
La rentabilité du secteur des énergies renouvelables est hétérogène, à la fois au sein des différentes technologies et des zones géographiques - une question de politique plus que de géographie. Mais un LCOE plus élevé n'est pas toujours synonyme de moindre rentabilité, car la hausse des prix de l'électricité a profité à la base installée d'actifs de production d'énergie renouvelable existants.<sup>4</sup>

La hausse des taux est décidément un changement majeur. Pourtant, malgré la forte hausse des taux d'intérêt et le niveau élevé des dépenses d'investissement dans ce secteur, le coût du capital n'explique que partiellement la détérioration de l'économie des énergies renouvelables en 2023. Le LCOE s'est détérioré avant même la hausse des taux d'intérêt, en raison de l'augmentation des coûts des intrants. (Pour vous faire une idée, visualisez un graphique du prix de l'acier). Que l'inflation soit pour vous un phénomène passager ou une tendance de fond, il faut espérer que les ruptures d'approvisionnement et la compression spectaculaires de ces deux dernières années ne constituent pas la nouvelle norme pour les futures augmentations du coût des intrants. Ces coûts, au quatrième trimestre 2023, sont déjà moins élevés qu'en 2022 et au début de 2023.

### Offshore Wind Cost Change – 2023E

**\$25/MWh real award price increase needed to offset higher input costs and WACC, net of better ITC**

**Impact of higher costs, WACC and ITC on required real'23 award price to maintain 250bp IRR-WACC spread in US**



Source: BNP Paribas

## Les énergies renouvelables restent compétitives. Mais toutes les technologies propres ne sont pas égales.

Malgré la hausse des taux et le décollage des coûts des intrants au cours des derniers trimestres, les énergies renouvelables restent très compétitives sur la base du LCOE, et nous nous attendons à ce que cela continue au moins jusqu'en 2030, grâce à la fois aux progrès technologiques et au soutien des réglementations telles que la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act) aux États-Unis.

Cependant, les différentes technologies, et de nombreux maillons de la chaîne de valeur des énergies renouvelables, ont fait preuve de différents niveaux de résilience face à l'évolution des conditions économiques. **Le positionnement technologique, le niveau d'intégration et la taille sont autant d'éléments clés.**

Il ne faut pas s'arrêter à l'observation des moyennes. Comme dans tout secteur en évolution, il y a des leaders et des retardataires. Certaines solutions d'énergie propre se développent un peu plus rapidement que d'autres, comme l'énergie solaire photovoltaïque (PV) et les véhicules électriques (VE), en raison de la technologie et de la réduction des coûts. Parmi les points faibles, on peut citer l'insuffisance des investissements dans les réseaux énergétiques et les projets d'éoliennes en mer. Si les réseaux ne sont pas adaptés, une partie de l'énergie éolienne et solaire renouvelable est « bridée », c'est-à-dire qu'elle est tout simplement perdue parce qu'elle ne peut pas atteindre les utilisateurs finaux. N'oublions pas que la moitié de la croissance provient de la Chine - il faut donc regarder ce qui se cache derrière les chiffres de croissance.

Le potentiel de croissance est élevé. Le doublement de l'efficacité et le triplement des énergies renouvelables sont des conditions préalables nécessaires pour être en ligne avec le scénario des 1,5°C de l'Accord de Paris. Le débat et les questions sur la valorisation sont largement centrés sur le pipeline de commandes et les technologies qui prédomineront. Mais comme pour toute nouvelle technologie - des chemins de fer à l'internet - des perspectives de croissance élevées peuvent conduire à un excès d'investissement et à des surcapacités. Les investisseurs ont intérêt à évaluer ces technologies et ces *business models* à l'aide d'une analyse fondamentale approfondie mettant l'accent sur les avantages concurrentiels, la rentabilité, les conditions de l'environnement réglementaire et les conditions de financement. Les projets ont surtout un flux de trésorerie initial, mais certaines entreprises du secteur ont un besoin presque constant de lever des capitaux pour maintenir le niveau de croissance attendue intégré dans les valorisations - ce qui devient problématique si le secteur n'a plus la cote.

## **La principale tendance de fond reste la réglementation.**

Aujourd'hui, la plupart des projets d'énergies renouvelables couvrent largement leur coût du capital.<sup>5</sup> Mais avec tous les facteurs en jeu, le tableau peut changer comme un kaléidoscope. La réglementation doit être prévisible pour que le secteur privé investisse.

L'Europe et les États-Unis connaîtront en 2024 des élections dont les principaux candidats sont des partisans des combustibles fossiles. L'Europe pourrait également adopter un discours moins axé sur le climat. La géopolitique jouera également un rôle décisif. Comment l'Europe et les États-Unis réagiront-ils à la prédominance de la Chine dans les chaînes d'approvisionnement en technologies propres ? Comment les dispositions protectionnistes de l'IRA affecteront-elles le marché ? L'Europe va-t-elle surenchérir dans le « protectionnisme vert » ?

L'objectif des gouvernements est de décarboner nos économies et de garantir la sécurité de l'approvisionnement énergétique à un coût abordable pour les citoyens. Ce « trilemme » énergétique est d'autant plus complexe que les prix de l'énergie sont élevés, comme en témoignent les récentes tergiversations des gouvernements face à l'échec des ventes aux enchères d'énergies renouvelables. La complexité augmentera à mesure de l'utilisation croissante 'des énergies renouvelables 'et de l'apparition de potentiels conflits avec le fonctionnement centralisé actuel des marchés européens de l'électricité, basé sur le principe du « merit order ».

**La transition vers les énergies renouvelables est une tendance de fond en cours d'accélération. Le rythme de cette accélération, ainsi que la résilience et la rentabilité des énergies renouvelables, sont une histoire de leadership. Les gouvernements doivent s'engager résolument dans la transition énergétique. Ils doivent s'adapter simultanément à un environnement macroéconomique plus difficile et à l'urgence climatique qui s'intensifie. La géopolitique est susceptible de devenir un nouveau facteur clé dans ce « trilemme » énergétique structurel, les technologies propres devenant une nouvelle arène pour les stratégies commerciales et une démonstration de puissance.**

1 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, Octobre 2023

2 - Pour pouvoir comparer les technologies de production, nous examinons le coût de l'énergie nivelé (LCOE, Levelized Cost of Energy) - dans lequel l'énergie renouvelable a des coûts d'investissement initiaux auxquels s'ajoutent des niveaux de maintenance variables, tandis que l'énergie fossile nécessite un investissement initial et des coûts de carburant annuels en continu.

3 - International Energy Agency, Renewable Energy Market Update, Juin 2023

4 - La comparaison des coûts de production récents entre électricité renouvelable et thermique n'est pas pertinente pour les prévisions à long terme, car la crise énergétique de 2022 en Europe a fait grimper en flèche (en 2022) puis chuter (en 2023) les coûts de production thermique ; ces coûts restent supérieurs aux moyennes de long terme.

5 - Par exemple, selon Bernstein, sur la base des prix récents des enchères, le taux de rendement interne (TRI) projeté pour tous les projets éoliens et solaires terrestres couvre facilement leur coût moyen pondéré du capital (CMPC), à l'exception de l'enchère espagnole de novembre 2022 pour les éoliennes terrestres, qui a eu lieu au moment où les prix de l'acier atteignaient leur point haut.

L'AIE est optimiste quant à la croissance des énergies renouvelables, en partie parce qu'il existe d'importantes capacités de production dans le domaine de l'énergie solaire. Par exemple, certains fabricants chinois de panneaux solaires ne fonctionneraient qu'à 25 % de leur capacité.



# Immobilier : un dégel printanier ?



**Lucie Hamadache**

CFA, Credit Analyst



**Simon Martin**

Chief Investment Strategist  
& Head of Research, Tristan  
Capital Partners



**René Clerix**

CFA, Senior Institutional  
Portfolio Manager – Equity

**Les marchés de l'immobilier, comme les investissements immobiliers, sont restés « gelés » pendant la majeure partie de l'année 2023. Les valorisations immobilières sont sous pression et le refinancement est plus difficile. Pour autant, sous la glace, les investisseurs et les gestionnaires se préparent pour une remontée des températures.**

## La propriété sous pression

Avec des volumes en chute libre en raison de la hausse rapide des taux d'intérêt, le nombre de transactions en Europe peine à atteindre 20 % de son niveau d'avant la pandémie.<sup>1</sup> Le marché manquant d'informations sur les prix, les estimations de prix ont été, au cours des 18 derniers mois, largement fondées sur les variations des taux d'intérêt. L'ampleur et la volatilité des coûts du crédit ont eu pour conséquence une augmentation significative des taux de capitalisation dans la plupart des secteurs, entraînant une baisse des valeurs d'expertise. L'ampleur des dépréciations a été quelque peu atténuée par la vigueur relative des marchés de la location et du crédit-bail, et par les mécanismes d'indexation qui ont augmenté le revenu net d'exploitation.

Si les prix ont baissé sur l'ensemble du marché, l'ampleur de cette baisse diffère selon les segments. Certains sont proches d'un plancher, quand d'autres sont susceptibles de connaître de nouvelles dépréciations.

Selon Savills, les rendements locatifs des quartiers d'affaires centraux « *prime* » en Europe étaient d'environ 4,5 % au premier semestre 2023, soit une hausse de 86 points de base par rapport à l'année précédente.

Le marché des bureaux de l'agglomération parisienne s'est récemment scindé en deux, les valorisations du centre de Paris enregistrant des baisses aux alentours de 5 %, tandis que les régions périphériques ont connu des baisses à deux chiffres depuis la mi-2022, bien que depuis des points de départ différents. Les rendements initiaux nets moyens ont atteint 6,5 % à la Défense, tandis que les actifs « *prime* » des quartiers d'affaires du centre de Paris ont affiché des rendements locatifs de l'ordre de 3 %.

<sup>1</sup> - Real Capital Analytics.

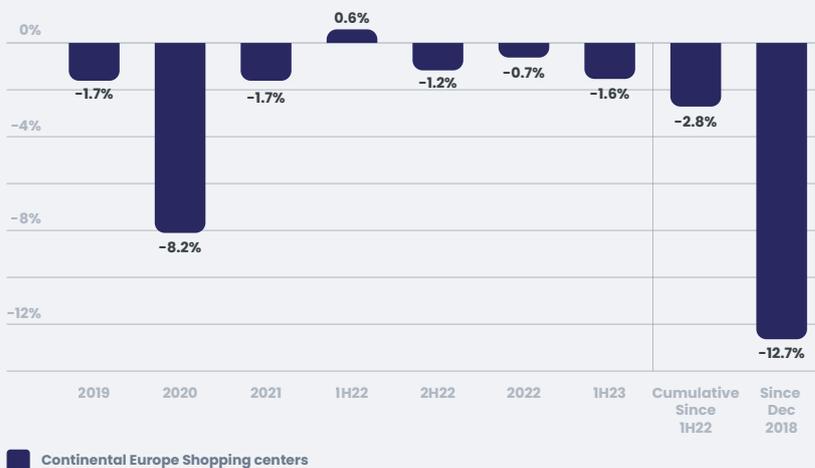
## Paris in Two Parts: The Office Markets



Source: Candriam Analysis

En Europe, les propriétaires de commerces de détail ont été confrontés à des dévalorisations plus importantes que dans la plupart des autres segments. Depuis le premier semestre 2022, les valorisations des centres commerciaux « prime » en Europe continentale n'ont baissé que d'environ 3 %, alors qu'elles ont chuté d'environ 15 % depuis 2018 et offrent désormais des rendements initiaux nets d'environ 5,5 % au premier semestre 2023.

## European Shopping Centres: Valuation Declines Slowing



Source: Candriam Analysis

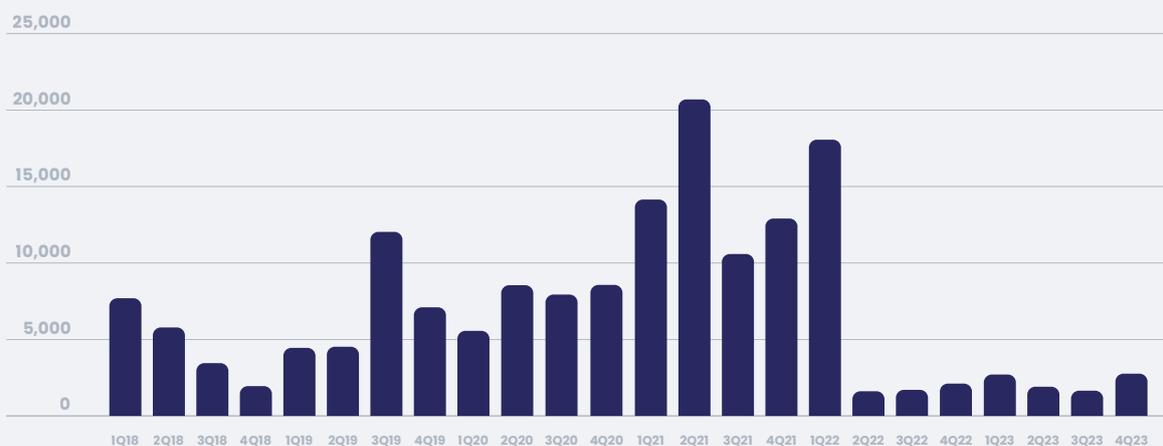
# Des besoins de refinancement élevés, mais des prêteurs timides

La lenteur des transactions a notamment entraîné une augmentation des refinancements. Ceux qui avaient besoin d'un refinancement se sont tournés notamment vers des sources de capitaux privés. L'activité de prêt des banques a chuté de façon spectaculaire, dans une période délicate d'évolution de la réglementation bancaire. Les émetteurs ont réagi au manque d'appétit pour la dette senior non garantie en offrant des garanties aux banques.

En ce qui concerne la dette cotée pour les refinancements, le marché de la dette senior était quasiment fermé à la plupart des émetteurs immobiliers depuis le deuxième trimestre 2022, comme le montre le graphique. Nous avons récemment observé quelques signes encourageants - quelques grands émetteurs tels que Covivio et Unibail-Rodamco-Westfield sont revenus sur le marché primaire, et les investisseurs ont accueilli ces nouvelles émissions avec enthousiasme.

Avec de tels besoins de refinancement, la priorité a été donnée à la préservation des liquidités, notamment par la réduction des dividendes, le report des remboursements de la dette hybride et des cessions d'actifs.

## Real Estate Public Issuance has Dried Up EUR senior unsecured debt issuance in euro millions



Source: Bloomberg

# Fondamentaux – Regarder le long terme

La performance opérationnelle du secteur bénéficie du soutien de facteurs de long terme. En Europe, les loyers commencent à augmenter et le taux de vacance est en baisse. Pour les gestionnaires qui disposent des meilleurs espaces, tels que des références « vertes », des bons équipements et un bon emplacement, l'appétit des occupants est robuste et en croissance. Les clauses d'indexation dans les baux et les faibles taux de vacance dans les actifs de qualité ont soutenu les loyers et, dans certains secteurs, nous avons observé une croissance significative des revenus. Cela a réduit l'impact des taux de capitalisation plus élevés et les valorisations des biens immobiliers commencent à se stabiliser.

**Sur le marché résidentiel allemand**, les fondamentaux sont à leur plus haut niveau depuis des décennies – une surprise pour certains. Le plus grand marché d'Europe (en termes d'investissements) connaît son plus grand décalage entre l'offre et la demande depuis au moins une génération. Demandez aux locataires à la recherche d'un logement : ils sont confrontés à des taux de vacance extrêmement bas. La baisse de l'offre, limitée par des coûts de construction et de financement plus élevés, est insuffisante pour répondre à la demande accrue liée aux fortes tendances démographiques, ce qui accroît le « fossé » sur le marché allemand du logement.

**Le segment des bureaux** a été perturbé par la montée en puissance du télétravail, les locataires orientant leurs recherches vers des bâtiments durables et de meilleurs agencements. Cette fuite vers la qualité s'est traduite par une meilleure résistance des actifs « prime » par rapport aux actifs secondaires.

**Les actifs logistiques** continuent de faire l'objet d'une forte demande, bien que celle-ci se soit normalisée après la flambée de la pandémie. Le manque d'emplacements appropriés, la difficulté d'obtenir des permis de construire, la croissance du commerce électronique et la tendance à la relocalisation de la chaîne d'approvisionnement devraient continuer à stimuler la croissance à long terme.

**Les centres commerciaux**, et autres commerces de détail, souffrent depuis longtemps, du commerce électronique puis de la pandémie. Les valorisations ont baissé avant même le début de la hausse des taux. Les fondamentaux des centres commerciaux européens bénéficient de la reprise post-pandémie et, avec des rendements locatifs plus élevés que ceux des autres segments, sont moins sensibles à la hausse des taux d'intérêt (tant que les performances opérationnelles se maintiennent).

# Marchés des capitaux

Avec la compression des structures de capital, les investisseurs immobiliers bien capitalisés sentent qu'il y a une opportunité. Quelques acteurs clés ont levé des capitaux, de sorte que d'importantes sources de financement sont disponibles pour l'investissement dans de nombreux segments immobiliers. En outre, certains propriétaires d'actifs réels plus enclins à prendre des risques envisagent de revenir sur certains segments qui étaient très endettés pendant la dernière phase du cycle haussier, notamment en Allemagne et en Suède, et nous voyons déjà d'importantes opportunités de recapitalisation.

Les sociétés immobilières les plus avisées ont profité de la faiblesse des taux d'intérêt pour allonger leurs échéances à un coût très faible. Dans le nouvel environnement de taux, l'attention est désormais sur l'effet de levier net et les ratios de couverture des intérêts.

Cela pourrait se traduire par des opportunités dans plusieurs classes d'actifs. Les marchés d'actions ont fortement pénalisé les sociétés immobilières, et rendu attractives certaines d'entre elles ayant un effet de levier plus faible et/ou des échéances de dette plus longues – et encore plus, celles ayant des activités saines et des flux de trésorerie disponibles.

En ce qui concerne la dette cotée, des rendements de 5 à 6 % combinés à des volumes d'émission plus conformes aux niveaux habituels pourraient faire de 2024 une année charnière, en particulier si les taux d'intérêt se stabilisent et si les transactions reprennent. Ce type d'environnement devrait favoriser les émetteurs de qualité présentant des bilans sains et de bonnes performances opérationnelles.

Nous voyons une opportunité pour le non-coté, surtout si les valorisations immobilières sont proches de leur niveau plancher. L'effet combiné des taux et des spreads a porté les rendements potentiels des prêts senior garantis à un niveau comparable à celui des actions. Il est très rare que les investisseurs européens en dette privée soient aussi bien rémunérés et disposent d'un terrain de jeu aussi ouvert.

## Conclusion

Si le marché de l'immobilier peut encore sembler « gelé » à l'approche de l'hiver, les principaux acteurs ne sont pas en phase d'hibernation. Le secteur offre des opportunités aux participants avertis. Les fournisseurs de capitaux et les investisseurs peuvent désormais tirer parti de l'incertitude et de la volatilité de ces deux dernières années, à condition de travailler leurs dossiers.

**2024 sera-t-elle l'année du « dégel » ?**



# Dans la galaxie des marchés émergents, découvrez les nouvelles étoiles montantes



**Paulo Salazar**

Head of Emerging Markets Equity



**Kroum Sourov**

Lead ESG Analyst, ESG Sovereign Research



**Vivek Dhawan**

CFA, Portfolio Manager, Emerging Markets Equity



**Alfred Sandeman**

Analyst, ESG Sovereign Research



**Dans un paysage en constante évolution, marqué par des tensions géopolitiques, l'importance croissante des enjeux liés au changement climatique et une réorientation de l'économie mondiale, une tendance de fond se dessine. La croissance se déplace progressivement vers les pays en développement en dehors de la Chine, un déplacement intensifié par les avantages démographiques et l'évolution de la structure de l'économie mondiale. Alors que les dissensions géopolitiques favorisent la sous-traitance de proximité, certains pays en développement sont confrontés à des défis liés à leur démographie – autrefois avantageuse, celle-ci présente aujourd'hui des risques en raison du vieillissement de la population. L'impact de la transformation liée au changement climatique et à l'automatisation induite par l'IA ne fait qu'ajouter à la complexité de l'équation économique mondiale.**

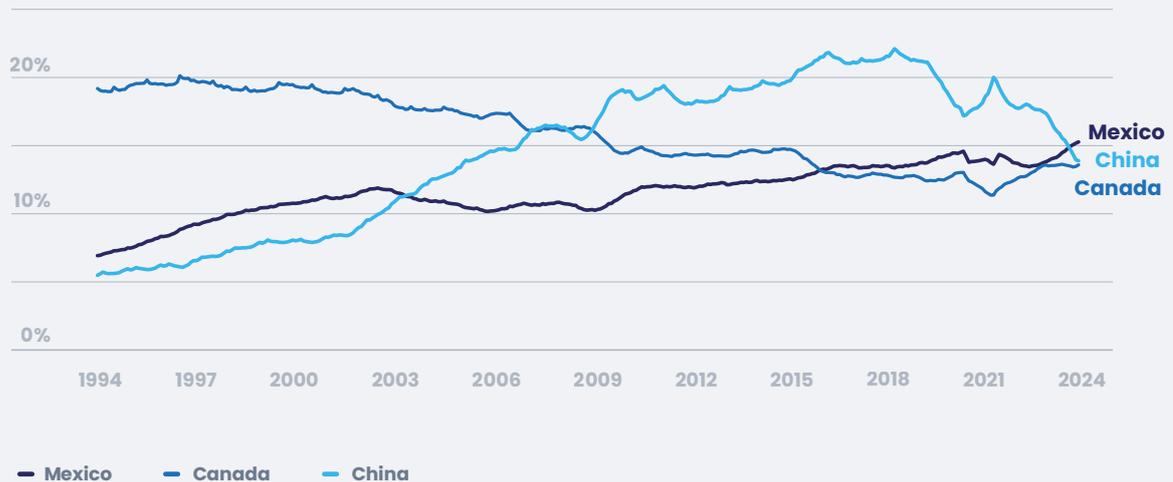
## **Les cartes du commerce mondial sont rebattues**

Les années 90 ont vu l'essor de la révolution technologique moderne, qui a conduit à l'externalisation et à la délocalisation de la production vers des pays bénéficiant d'une main-d'œuvre moins chère et de normes environnementales plus souples. Le remaniement des chaînes d'approvisionnement et les stratégies « Chine plus un » créent des opportunités pour de nombreux autres pays en développement, en particulier le Mexique, l'Inde et l'Asie du Sud-Est, où les entreprises internationales ont commencé à investir dans des chaînes d'approvisionnement alternatives.

**Le Mexique** est l'un des premiers bénéficiaires de cette situation, en raison de sa proximité géographique avec les États-Unis, dont il est déjà devenu le premier partenaire commercial. En Asie, les efforts de diversification de la chaîne d'approvisionnement sont générateurs de croissance pour les entreprises manufacturières et exportatrices notamment indiennes, dans des secteurs tels que la pharmacie, la biotechnologie et la fabrication de produits électroniques.

## Mexico has become the US's largest trading partner

As a % of US total Imports



Source: Candriam, BNEF, December 2023

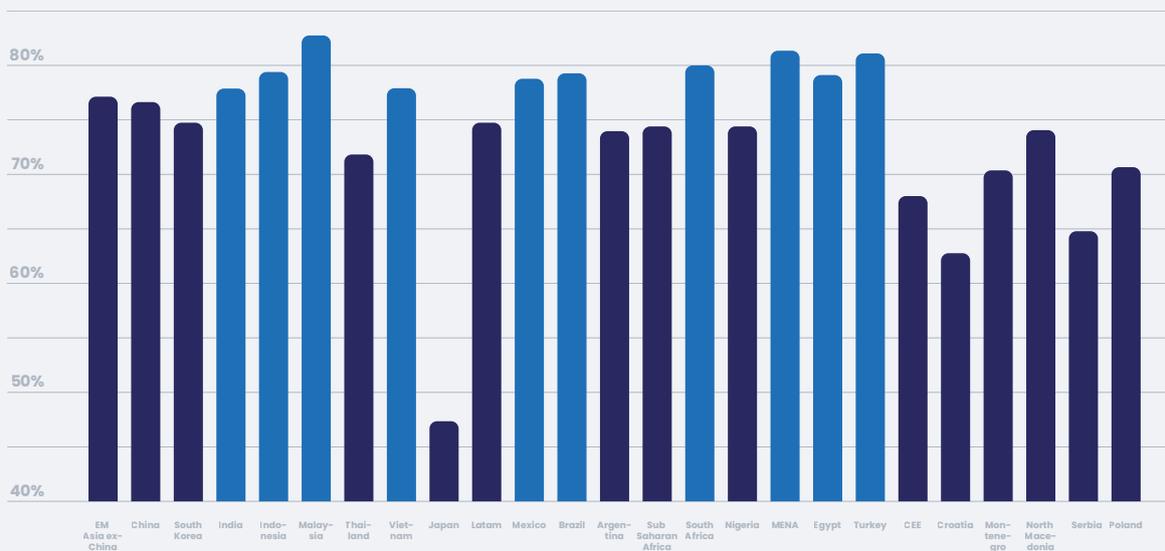
Lorsque l'on examine le potentiel de chaque pays à bénéficier de la nouvelle économie mondiale décarbonée, il faut tenir compte de sa dynamique démographique et de sa capacité à prendre une part active à la transformation et à exploiter de nouvelles sources de demande au niveau national et plus localement.

## Les dividendes démographiques donnent l'avantage aux nouveaux leaders des marchés émergents

Pendant de nombreuses années, la Chine a bénéficié d'un pourcentage substantiel de personnes en âge de travailler dans sa population ; cependant, le pays traverse actuellement un profond changement démographique lié au vieillissement de la population. Pour éclairer notre point de vue, il faut

prendre en compte différents facteurs qui influencent la dynamique de croissance de la demande. Notre modèle de durabilité sur les émetteurs souverains fournit des informations supplémentaires sur les perspectives de croissance de chaque région et de chaque pays. Il faut ajuster les données sur la population en âge de travailler pour tenir compte des conditions du marché du travail, y compris la répartition par sexe, la participation de la population active, les profils des secteurs et les conditions de travail. En outre, les systèmes de santé ont une influence importante pour les populations qui ne sont plus en âge de travailler, et les très jeunes. Lors de l'évaluation du potentiel de chaque pays, la proportion de jeunes dans chaque pays devrait également tenir compte de la qualité et de la disponibilité de l'éducation. Des pays tels que **l'Inde, l'Indonésie et la Malaisie** sont en voie d'améliorer leur performance sur la base de cet indicateur.

### Population-driven potential Population ages 15-64 (% of total population)



Source: The World Bank, Candriam Sovereign Sustainability Framework

# De nouvelles alliances dans le domaine de la transition énergétique ouvrent des perspectives de croissance pour les marchés émergents en dehors de la Chine

Le monde est en pleine transition vers de nouvelles technologies qui favorisent l'électrification de l'économie mondiale, avec un accent particulier sur les technologies liées aux batteries et aux semi-conducteurs. Les minerais critiques comme le lithium, le nickel, le cobalt, le graphite et le manganèse, essentiels à la production des batteries des véhicules électriques, doivent faire face des chaînes d'approvisionnement concentrées, dominées principalement par l'Australie et la Chine. Les considérations politiques et géopolitiques des États-Unis et de l'UE visent à réduire leur dépendance à l'égard des chaînes d'approvisionnement étrangères.

En termes d'extraction des minerais, une certaine diversification est envisageable, notamment pour le graphite dont l'Europe et le Brésil détiennent d'importantes réserves. Il faut pour cela des études

géologiques de meilleure qualité dans les marchés émergents, ainsi que des progrès dans les technologies de recyclage. Actuellement, la Chine domine la production de cellules de batteries, mais la Corée et le Japon jouent un rôle essentiel en aval. Grâce à des politiques de soutien et à des évolutions géopolitiques, d'autres pays en développement devraient potentiellement rattraper leur retard.

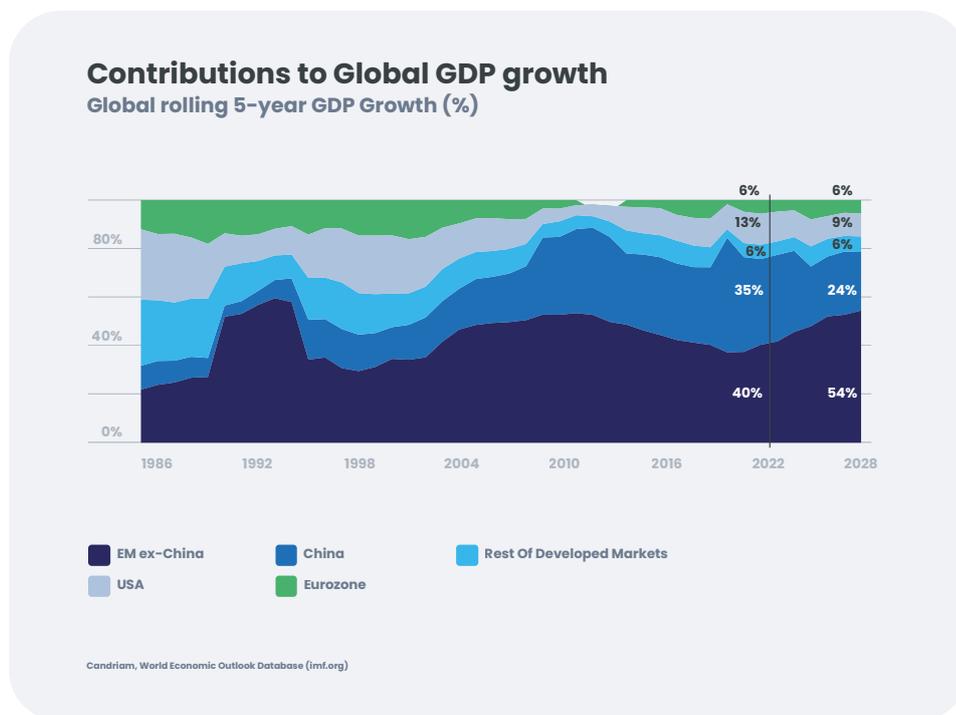
La transition énergétique de l'UE et des États-Unis va dans le sens de partenariats avec des pays en dehors de la Chine, ce qui crée des opportunités de croissance pour d'autres pays en développement. Des lois telles que la loi européenne sur les matériaux critiques<sup>1</sup> et la loi américaine sur la réduction de l'inflation (IRA)<sup>2</sup> jettent les bases pour de nouvelles opportunités liées à la transition énergétique dans des pays comme **la Corée<sup>3</sup>, l'Indonésie et l'Amérique latine.**

## Les marchés émergents hors Chine qui sont au cœur de la chaîne de valeur des technologies de l'IA

La chaîne d'approvisionnement mondiale en semi-conducteurs est dominée par **Taiwan et la Corée du Sud**, régions fortement représentées dans les marchés émergents hors Chine. Un examen plus approfondi de la riche chaîne de valeur de l'IA dans

les pays en développement révèle leur rôle central dans l'infrastructure essentielle à la ruée mondiale vers l'IA, depuis les points névralgiques que sont la fabrication de semi-conducteurs et de matériel hardware en Asie, jusqu'à l'émergence de

technologies innovantes telles que la mémoire à haute bande passante et les procédés de fabrication CoWoS pour circuits intégrés. Ces régions apparaissent dès lors comme des moteurs essentiels du développement des structures et des technologies de la chaîne d'approvisionnement de l'IA, et nous semblent offrir un potentiel de croissance significatif dans les années à venir.



En conclusion, les opportunités d'investissement dans les marchés émergents vont bien au-delà de la Chine, et se trouvent à un moment charnière. **Une dynamique démographique favorable, des évolutions géopolitiques positives et des opportunités dans le domaine de la transition énergétique et des chaînes d'approvisionnement en semi-conducteurs pourraient permettre à ces marchés de tirer durablement la croissance mondiale.** Il n'est pas surprenant que les marchés émergents hors Chine, soient considérés comme le principal moteur de la croissance mondiale dans les années à venir. L'exécution et la concrétisation de ces opportunités de croissance détermineront leur rôle en tant que contributeurs à l'expansion économique mondiale. Alors que le monde se tourne vers eux, ces marchés doivent se montrer à la hauteur de la situation, en s'engageant sur la voie d'une croissance durable et robuste dans un paysage économique mondial en constante évolution.

1 - Loi européenne sur les matières premières critiques, [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act_en)

2 - La loi sur la réduction de l'inflation et le programme CHIPS alimentent le boom de la construction avec Intel, TSM et Samsung comme principaux acteurs Investor's Business Daily, <https://www.investors.com/news/inflation-reduction-act-chips-fuel-construction-boom-with-intel-tsm-and-samsung-key-players/>

3 - Partenariat vert entre l'UE et la République de Corée, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_2816](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2816)



# Le secteur de la santé jouera-t-il, comme attendu, son rôle défensif l'année prochaine ?



**Rudi Van den Eynde**

Head of Thematic Global Equity



**Antoine Hamoir**

CFA, Senior Fund Manager / Senior Equity Analyst Health Care & Consumer



**Le secteur de la santé, bien qu'il ne soit pas en aussi bonne forme qu'à la fin de la pandémie, fait preuve de résilience et présente des indicateurs prometteurs, alors que l'économie pourrait commencer à tousser.**

## **2023: un secteur décevant, qui a perdu son souffle**

Le secteur de la santé est traditionnellement considéré comme défensif et caractérisé par une croissance séquentielle et régulière. Pourtant, il a déçu en 2023, alors que le monde était confronté à de nombreux vents contraires, inflation, ralentissement économique, guerre. Il y a plusieurs raisons à cela :

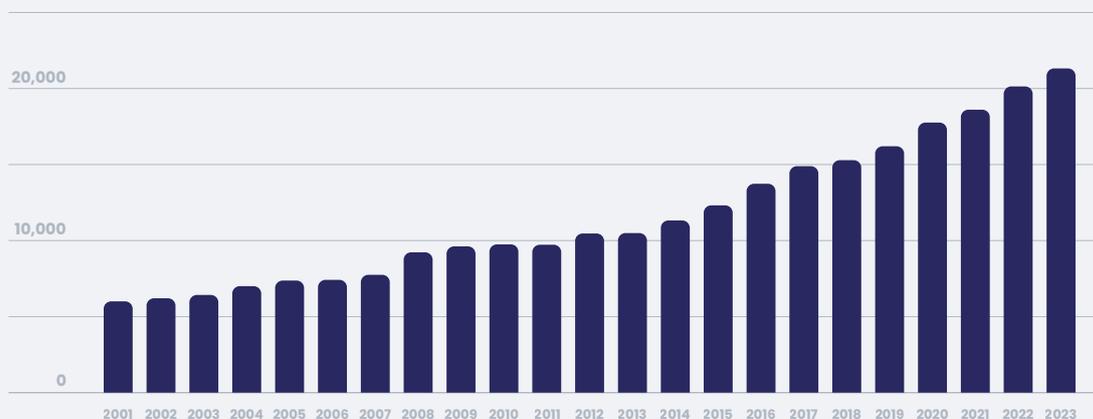
- La forte concentration des investisseurs sur l'IA et la technologie en général au cours de l'année, qui a fait de l'ombre à la plupart des autres secteurs.
- La sous-performance généralisée des petites et moyennes capitalisations, qui a durement touché le secteur des biotechnologies innovantes.
- Enfin, le déstockage opéré par les clients des entreprises des sciences de la vie (fabrication de produits biologiques, recherche biomédicale), qui a également touché certaines entreprises ; l'environnement post-pandémique a pénalisé les entreprises qui avaient connu des hausses de leurs ventes grâce à leur exposition directe ou indirecte aux vaccins, et qui sont maintenant confrontées à des comparaisons difficiles.

# Comment se présente l'année 2024 ?

De nombreux vents contraires sont en train de s'affaiblir : la base de comparaison de la pandémie de covid devient plus favorable en 2024, et de nombreuses entreprises du secteur des sciences de la vie signalent une stabilisation dans le déstockage de leurs clients et une reprise des commandes.

En outre, la sous-performance due au contexte macroéconomique rend attractifs les niveaux actuels de valorisation. Le ratio cours/bénéfice du sous-secteur pharmaceutique, à un niveau de 15, est inférieur à sa moyenne à long terme<sup>1</sup> et indique une sous-valorisation. Cela est particulièrement intéressant si l'on considère que les fondamentaux du secteur, tels que l'innovation, sont intacts. Les secteurs de la biotechnologie et de la santé ont notamment fait preuve d'une très forte innovation, comme en témoigne l'augmentation constante du nombre de médicaments en cours de développement. De 5 995 en 2001, ce chiffre est passé à 21 292 en 2023. Ainsi, pour la seule année 2023, la FDA (Food and Drug Administration) a approuvé au moins 60 nouveaux médicaments, une augmentation significative par rapport aux 39 à 53 approbations des quatre années précédentes (dernières données au 8 décembre 2023)<sup>2</sup>.

**Total R&D pipeline size**  
by year, 2001-2023



Source: Pharmaprojects, January 2023

D'autres bonnes nouvelles rendent le diagnostic plus favorable :

- La répression par le gouvernement chinois de la corruption dans l'écosystème hospitalier a eu un impact négatif sur certaines entreprises exposées à la Chine, car les hôpitaux ont gelé et limité toutes les commandes de nouveaux équipements et même de consommables, pendant le temps de l'enquête. Là encore, cet impact négatif devrait redevenir un facteur favorable (rattrapage des commandes) d'ici le début de 2024.

- Un gros point positif est lié à notre scénario économique (du moins pour le secteur de la santé : les signes d'un ralentissement sont déjà visibles dans de nombreuses régions, comme la Chine et certains pays européens, mais nous nous attendons également à ce que l'économie américaine passe à un rythme plus lent en 2024, les taux d'intérêt élevés continuant de peser sur l'économie. L'inflation est déjà en train de ralentir et nous nous attendons à ce que cette "normalisation" se poursuive, ouvrant le spectre d'une baisse des taux de la FED en 2024 avec des taux à long terme également en baisse. La combinaison d'une croissance plus lente et de taux plus bas est un mix macro très intéressant pour le secteur de la santé, dont l'activité est beaucoup moins dépendante de la conjoncture que d'autres secteurs - la demande de soins est la même quelles que soient les conditions économiques. La baisse des taux favorisera le sentiment des investisseurs à l'égard des sociétés de biotechnologie innovantes mais non encore rentables.

La fièvre devrait dépasser les 40 degrés pour la catégorie des médicaments GLP-1

L'obésité, un problème de santé mondial, touchait plus de 40 % des adultes américains en 2020 et en touchera potentiellement 50 % d'ici 2035. Les conséquences de cette maladie sont graves et entraînent des dépenses de santé importantes. L'histoire des médicaments contre l'obésité a été marquée par des problèmes de sécurité sanitaire et des retraits du marché, ce qui a contribué au développement d'un certain scepticisme à l'égard des options thérapeutiques - quant à elles, les approches centrées sur les modifications de mode de vie s'avèrent souvent insuffisantes pour obtenir une perte de poids pérenne. Les options thérapeutiques initiales se sont heurtées à des effets hors cible, à une faible spécificité des récepteurs, à une activation de dopamine de remplacement entraînant une dépendance, et à des effets secondaires affectant le comportement. Après 100 ans d'échecs, l'approbation d'une nouvelle classe de médicaments ciblant le glucagon-like peptide-1 (GLP-1) marque un changement de paradigme, et offre pour la première fois des traitements raisonnablement tolérables et efficaces pour la perte de poids, après avoir prouvé leur utilité en tant que médicaments contre le diabète. Le remboursement, motivé par des données encourageantes sur les comorbidités, gagne le soutien des débiteurs commerciaux et gouvernementaux. L'accent mis sur la sécurité et les critères d'évaluation tangibles, tels que les événements cardiovasculaires et la mortalité, façonne le paysage clinique et réglementaire, les thérapies à base de GLP-1 ayant jusqu'à présent fait la preuve de leur efficacité.

# Le secteur pourrait être confronté à des infections persistantes

Certains segments ont toutefois souffert, les investisseurs craignant que les dispositifs cardiovasculaires ou les implants orthopédiques ne fassent l'objet d'une baisse de la demande à mesure que la santé de la population s'améliore. D'après notre analyse, les médicaments GLP-1 sont efficaces et constituent une avancée majeure dans le traitement de l'obésité. En même temps, le déclin des entreprises de technologie médicale nous semble exagéré, car les problèmes cardiovasculaires, entre autres, ont des étiologies multiples et sont également le résultat de décennies de surpoids. Nous considérons donc qu'il s'agit d'une opportunité d'achat pour les entreprises MedTech concernées. En outre, les patients très obèses ne peuvent pas bénéficier de certaines interventions chirurgicales spécifiques et le passage à un indice de masse corporelle (IMC) plus bas pourrait permettre à ces patients de bénéficier d'une hanche artificielle par exemple, de sorte que l'impact du GLP-1 peut également avoir des effets positifs pour les entreprises de technologie médicale. L'examen des détails de l'essai de Novo Nordisk montre que les bénéfices en termes de santé étaient moins prononcés pour les patients américains, pour des raisons qui manquent encore de clarté mais qui peuvent être liées à un IMC de base très élevé au moment de l'entrée dans l'étude – ici encore, l'hypothèse selon laquelle les maladies cardiovasculaires et d'autres pourraient être vaincues, comme le suggère le parcours de certaines valeurs, semble exagérée.

## Les élections américaines, une bonne chose pour le bien-être social ?

À l'approche des élections présidentielles aux États-Unis (et de la réélection de certains sièges au Congrès), il existe un risque de commentaires négatifs sur les coûts du secteur de la santé – un sujet évidemment pertinent. Nous pensons que la situation pourrait être différente cette fois-ci, car les soins de

santé ne semblent pas être le champ de bataille. Les élections portent davantage sur le commerce international, la sécurité et les grandes questions sociales et sociétales, c'est pourquoi nous craignons moins les discours négatifs lors de ces élections.

Cela ne veut pas dire que les coûts de la santé en général ne sont pas au centre de l'attention.

En 2022, le président Biden a signé la Loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act), qui comprend des dispositions relatives à Medicare. En vertu de cette loi, les Centres de Services Medicare & Medicaid (CMS) pourront désormais négocier les prix des médicaments. Les CMS sélectionneront les médicaments ayant les coûts totaux les plus élevés parmi les 50 premiers médicaments de fabricant unique. La liste cumulative commencera par 10 médicaments de la partie D (administrés à domicile) en 2026, 15 de la partie D en 2027, 15 de la partie B (administrés à l'hôpital) et de la partie D en 2028 et 20 de l'une ou l'autre partie en 2029.

Les médicaments commercialisables sont des médicaments de marque ou des produits biologiques sans génériques/biosimilaires, éligibles seulement 9 à 13 ans après le début de la commercialisation, selon le type de médicament. Il est intéressant de noter que les médicaments sont de toute façon confrontés à une perte d'exclusivité ou à des tombées de brevets, de sorte que la protection de 12 ans proposée pour les produits biologiques dans le plan Biden est en tout état de cause proche de la protection effective par brevet après le début de la commercialisation dont bénéficie de facto un nouveau médicament. L'impact du plan est donc finalement assez limité.

En outre, l'IRA précise également les facteurs conduisant à l'exclusion des négociations de prix, tels que les médicaments pour traiter les maladies orphelines, les médicaments pour lesquels des génériques/biosimilaires sont disponibles, ou ceux provenant de petites sociétés de biotechnologie.

L'impact précis du plan reste incertain en raison de divers facteurs, notamment les ambiguïtés dans la formulation des négociations et les poursuites judiciaires en cours dans le domaine pharmaceutique. Compte tenu de l'imminence des élections présidentielles, même la mise en œuvre de ce plan en 2026 est loin d'être acquise.

Alors que l'année 2024 est sur le point de débiter avec encore beaucoup d'incertitudes, les investisseurs dans le secteur de la santé devront, une fois de plus, faire preuve de discernement et d'une analyse approfondie dans leur sélection de titres et la construction de leur portefeuille. Nous sommes convaincus du fait que le choix de l'innovation et des entreprises à l'origine de la prochaine percée dans le développement de médicaments représentent la meilleure protection contre toute ingérence politique. Aux États-Unis, l'innovation sera toujours récompensée et le plan de Joe Biden protège effectivement l'innovation en excluant les médicaments nouvellement approuvés de toute négociation de prix pendant une période de temps considérable, ce qui crée de la visibilité pour les entreprises innovantes.

Nous pensons que le secteur de la santé sera plus résistant en 2024. Mais quelle que soit sa forme, nous serons là pour vous soutenir et vous aider à tirer parti de ces opportunités dans vos portefeuilles. Nous vous souhaitons une bonne santé pour 2024

1 - Sources : Bloomberg, moyenne 2018-2022, indice : MSCI World Pharmaceuticals

2 - Nouveaux médicaments à la FDA : Nouvelles entités moléculaires et nouveaux produits biologiques thérapeutiques du CDER, FDA, <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/new-drugs-fda-cders-new-molecular-entities-and-new-therapeutic-biological-products> et Approbation des produits biologiques par année, FDA, <https://www.fda.gov/vaccines-blood-biologics/development-approval-process-cber/biological-approvals-year>

3 - Lobstein, T., Brinsden, H. et Neveux, M. (2022). Atlas mondial de l'obésité 2022. "L'exceptionnalisme de l'obésité : Cette fois, c'est différent. Framing the Opportunity and Challenges for a New Era of Obesity Treatment" (septembre 2023) par BMO Capital Markets.



# États-Unis : que faut-il attendre en année électorale?



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer



**Emile Gagna**

Economist



**Florence Pisani,  
PhD**

Global Head of  
Economic Research



**Nadège Dufossé**

CFA, Global Head of  
Multi-Asset

**Le 5 novembre 2024 se tiendra l'élection présidentielle américaine. Nul doute qu'elle sera au centre de l'attention des marchés l'an prochain. Un nouveau duel Biden – Trump semble aujourd'hui le plus vraisemblable. La ligne d'arrivée est toutefois encore loin et d'autres scénarios sont possibles. Surtout, même si le duel Biden-Trump devait se rejouer, les effets sur les marchés financiers pourraient, cette fois, être assez différents. Que peut-on retenir de l'observation historique du comportement des marchés en année électorale ? Quelles conséquences cette élection peut-elle avoir sur l'économie américaine ? La volatilité des marchés boursiers ne risque-t-elle pas de monter ? Les doutes sur la soutenabilité de la dette publique américaine ne vont-ils pas se faire plus pressants ?**

## **“It's the economy, stupid” ... vraiment ?**

Un an avant les prochaines élections, la croissance reste dynamique, le S&P500 est au plus haut le 15 décembre, le mouvement de désinflation est bien engagé, le taux de chômage est au plus bas, les écarts entre salaires du bas et du haut de l'échelle se sont resserrés et le mouvement de réindustrialisation est en marche ! Le bilan économique est donc flatteur pour l'Administration Biden... surtout lorsqu'on le compare aux attentes de la plupart des observateurs. Dès la fin 2022 en effet, nombre d'entre eux pensaient que le resserrement de la Réserve fédérale ne pouvait que pousser l'économie américaine en récession... d'ailleurs n'était-ce pas le seul moyen de faire rebaisser l'inflation ? Parier que ce bilan place Biden dans un fauteuil pour être réélu serait toutefois aller un peu vite en besogne. Le ressenti d'un grand nombre de ménages américains n'est probablement pas aussi favorable que les indicateurs ne le suggèrent : si l'inflation est en baisse, les prix sont eux sensiblement plus élevés qu'avant la pandémie (+25 % pour l'alimentation, +20 % pour les voitures neuves et même +35 % pour les voitures d'occasion...). La hausse des taux d'intérêt – pour le crédit à la consommation comme pour les prêts hypothécaires – pourrait également, en pesant sur le budget des ménages et l'accès à la propriété, affecter négativement ce ressenti. Enfin, dans un contexte politique extrêmement polarisé, il est loin d'être certain que cette élection se jouera sur la seule question des performances économiques et boursières !

# Quel comportement pour les marchés en année électorale ?

S'il est difficile de tirer des leçons des épisodes précédents, l'étude du comportement des marchés boursiers en année électorale livre quelques enseignements. La volatilité tend à y être plus élevée que le reste du temps et les performances boursières sont en général un peu inférieures à la « normale ». La limite de ces études tient bien sûr à la taille réduite de l'échantillon et au fait que des récessions sévères peuvent sensiblement affecter les rendements de certaines années électorales. Ces études n'en livrent pas moins plusieurs enseignements : depuis 1984 au moins, on observe en moyenne en année électorale une performance positive des actions, mais plus faible que les autres années<sup>1</sup>. Cette performance repose sur une croissance des bénéfices des entreprises qui bénéficient en général de la bonne tenue de l'économie à l'approche des élections, alors que la prime de risque tend à augmenter. Cette augmentation et celle de la volatilité pourraient s'expliquer par la montée de l'incertitude autour de la politique économique : à partir de l'été, l'indice « economic policy uncertainty » a en effet tendance à augmenter... pour retomber une fois les résultats connus.

## Une politique budgétaire sous contrainte

Les marchés seront attentifs aux choix budgétaires des candidats. Si les agendas sont encore flous, D. Trump a promis de prolonger « ses » baisses d'impôts : décidées en 2017, elles arriveront à expiration en 2025. Selon le CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget), le coût pour le Budget serait de quelque 3 300 milliards de dollars sur dix ans (3 800 si l'on inclut la hausse des paiements d'intérêts). Toutes choses égales par ailleurs cela creuserait le déficit de plus d'un point de PIB et ferait monter la dette publique à 125 % du PIB en 2033 contre 115 % à politique inchangée (i.e. en laissant les baisses d'impôts expirer).

Financer ces baisses d'impôts, comme l'annonce le candidat Trump, par une hausse de 10 % des droits de douane sur l'ensemble des importations américaines pourrait, sur le papier, rapporter 2,5 trillions de dollars au Budget sur dix ans. Ce chiffre serait toutefois réduit par une contraction des importations

**Les enjeux de l'élection pour les marchés boursiers seront probablement plus sectoriels que « macroéconomiques ».**



et une baisse de la croissance. Surtout, une telle hausse mettrait l'économie mondiale sur la voie d'une guerre commerciale de grande ampleur ! Rééquilibrer le Budget en réduisant les dépenses discrétionnaires hors défense comme le propose aussi le candidat Trump est illusoire : ces dépenses représentent aujourd'hui moins de 3 % du PIB et les réduire de plus de 30 % est irréaliste. Moody's a récemment rappelé les risques liés à la situation budgétaire du pays en mettant leur AAA sous surveillance négative. Comment réagiront les marchés obligataires à la montée continue du poids de la dette et à une éventuelle dégradation de la notation américaine ? La confiance des investisseurs dans la capacité du gouvernement à gérer son endettement n'a, au fil des ans, cessé de s'éroder : le CDS américain a déjà glissé de 10 points de base en 2021 à plus de 50 fin novembre (et plus de 70 au moment de l'impasse sur le plafond de la dette au printemps 2023)<sup>2</sup>. Il aurait de bonnes raisons de se tendre encore...

## Des enjeux sectoriels plus que macro-économiques

Les marges de manœuvre budgétaire étant aujourd'hui plus réduites, les enjeux de l'élection pour les marchés boursiers seront probablement plus sectoriels que « macroéconomiques ». Or, en la matière, les lignes dessinées par les candidats vont dans des directions radicalement opposées. J. Biden a par exemple promis un secteur de l'électricité décarboné en 2025 et une neutralité carbone en 2050. La précédente Administration Trump s'est, elle, retirée des accords de Paris et a supprimé plusieurs lois ou règlements de protection de l'environnement ; il y a fort à parier que cette direction sera poursuivie si D. Trump l'emportait. De même, l'avenir de l'ACA (« Affordable Care Act ») pourrait aussi être sérieusement compromis si D. Trump était élu. Les propositions des candidats en matière de réglementation de l'intelligence artificielle pourraient aussi faire réagir les marchés. La nature de la majorité présidentielle sera toutefois tout aussi importante que le candidat élu : s'il n'a pas la majorité au Congrès, le Président a peu chances de pouvoir tenir ses promesses...

# Une politique monétaire sous pression...

La question de l'indépendance de la Réserve fédérale pourrait aussi inquiéter les marchés. D. Trump a souvent attaqué la banque centrale, parfois en termes violents (il a qualifié en 2019 son patron, J. Powell, de « crétin ») et a tenté d'y nommer Judy Shelton, très critique de l'institution et fervente partisane du retour à l'étalon or. Si D. Trump était élu, J. Shelton pourrait bien faire son entrée à la Fed (à condition bien sûr que le Sénat ne s'y oppose pas à nouveau), voire même à la tête de l'institution en remplacement de J. Powell, dont le mandat en tant que Président expire en janvier 2026. Revenir sur l'indépendance de la banque centrale – ou même simplement le laisser entendre – avant même que le souvenir du récent épisode inflationniste ne soit effacé, serait dangereux !

# Vers une hausse de la prime de risque action et de la volatilité... tant que l'incertitude persiste

Les programmes de D. Trump et J. Biden engageront ainsi l'économie américaine sur des voies très différentes. Tant qu'un candidat ne se détachera pas, il y a fort à parier que l'incertitude pèsera sur les marchés actions et nourrira leur volatilité. Si le passé n'est pas toujours un « bon » guide, rappelons que lors de l'élection de 2020, Biden avait certes obtenu 7 millions de voix de plus que son adversaire, mais l'élection s'était jouée à moins de 100 000 voix, dans une poignée d'Etats ! Le pire pour les marchés serait bien sûr que l'incertitude ne soit pas levée le 5 novembre 2024...



1 - Analyse Candriam, données Bloomberg  
2 - Source Bloomberg, données au 2 mai et 30 novembre 2021



# Quel portefeuille diversifié pour aborder 2024 ?



**Nadège Dufossé**

CFA, Global Head of Multi-Asset

## A la recherche d'une "nouvelle" normalité

L'arrivée de la pandémie en 2020 a bouleversé les repères des investisseurs. La succession des chocs de la Covid et de la crise énergétique a introduit des points extrêmes dans les séries économiques et financières, dont le bruit commence comme dans tout phénomène ondulatoire à s'amenuiser. 2023 a été marquée par des performances économiques inégales, et des résultats d'entreprises en demi-teinte. Alors que l'année s'achève sur une note positive pour les obligations et les actions, mais marquée par une forte dispersion des performances et un important risque idiosyncratique, quel portefeuille faut-il construire pour 2024 ?

# L'année 2024 devrait apporter une meilleure visibilité aux investisseurs

Meilleure visibilité, ou meilleure lisibilité ? les deux probablement. Certaines données économiques reviennent enfin en territoire « connu ». L'inflation a cédé et devrait tomber rapidement sous les 3% aux Etats-Unis tout comme dans la zone Euro<sup>1</sup>, abandonnant le 1er rang des préoccupations des investisseurs. De même, l'écart de croissance économique entre les pays devrait fortement se réduire, d'après les prévisions du FMI, en 2024/ 2025, après absorption des chocs. Il en est de même du côté de la politique monétaire : nous sommes au bout du cycle de resserrement monétaire, les banques centrales ayant réussi leur mission et s'étant redonné des marges de manœuvre. La question centrale pour les investisseurs s'est déplacée, elle n'est plus de savoir s'il va y avoir des baisses de taux mais quand elles auront lieu.

Le sentiment des investisseurs, tout comme leur positionnement, est redevenu beaucoup plus positif qu'en début d'année et c'est là qu'est toute la question pour 2024 : dans quelle mesure cet environnement en apparence plus prévisible et plus lisible est-il aujourd'hui intégré ?

## Les changements structurels sur les taux modifient l'équilibre du portefeuille

Le pivot des banques centrales américaines et européennes devrait bien avoir lieu l'an prochain, mais nous n'anticipons pas pour autant de baisse importante des taux dans notre scénario central. Nous sommes aujourd'hui très proches de nos cibles de taux américain et allemand pour l'année 2024. L'inflation a décéléré rapidement mais les anticipations d'inflation à moyen terme (5-10ans) sont ancrées à 3% aux Etats-Unis, un niveau en ligne avec la moyenne connue sur la période 1998-2008<sup>2</sup>. La persistance d'un environnement de taux plus élevés modifie l'équilibre d'un portefeuille diversifié, les investisseurs ayant un éventail plus large d'actifs offrant des rendements réels positifs.

En cette fin d'année, compte tenu des rendements attendus sur les actions et les obligations, les investisseurs semblent peu incités à augmenter le niveau de risque de leur portefeuille. Les performances attendues sur les marchés actions sont dans nos hypothèses insuffisantes pour couvrir le risque de

déception sur la croissance économique et les risques géopolitiques. 2024 est en effet une année où la moitié de la population mondiale va se rendre aux urnes ! Du côté des obligations, le portage assure un rendement aux investisseurs.

**Notre portefeuille cible pour 2024 privilégie par conséquent les obligations par rapport aux actions**, avec une duration plus longue, les banques centrales américaine et européenne ayant confirmé leur pivot lors de la dernière réunion de décembre. Dans les obligations, nous investissons sur la dette gouvernementale (y compris en dollars, le change étant couvert). Nous favorisons également le crédit de qualité (*investment grade*) en euros et en dollars. Enfin la dette émergente offre des rendements attractifs en dollars comme en devises locales et devrait bien performer dans un monde en croissance plus faible mais positive et avec un dollar moins fort.

## Un investissement sélectif sur les actions

En cette fin d'année 2023, les marchés actions intègrent à nouveau un scénario de « *goldilock* »<sup>3</sup> qui leur est favorable. Partant du niveau actuel des principaux indices, nous attendons un rendement à un chiffre, s'appuyant une croissance faible mais positive des bénéficiaires et le rendement des dividendes ([voir l'article sur les actions](#)). Nous imaginons par conséquent des marchés actions sans grande tendance, avec un potentiel haussier, comme un potentiel baissier, limités. En effet, en cas de déception économique ou de choc exogène, les banques centrales auraient aujourd'hui beaucoup plus de facilité à intervenir que l'an dernier.

Si le marché dans son ensemble nous paraît en manque de catalyseur, nous pensons néanmoins qu'**il existe des opportunités plus attractives sur certaines thématiques**. C'est le cas de sociétés défensives de qualité appartenant aux **secteurs de la santé et de la consommation non cyclique**. Ces secteurs ont largement sous-performé en 2023, pénalisés en partie par la hausse des taux et par une croissance finalement beaucoup plus forte qu'attendu aux Etats-Unis en 2023. En 2024, ces sociétés offrent le double avantage d'une moindre sensibilité à l'évolution du cycle économique et de valorisations relativement attractives. Nous restons positifs également sur les sociétés du **secteur technologique et bénéficiaires de la thématique de l'IA**. Leur performance boursière est soutenue par une croissance supérieure des bénéficiaires, qui devrait perdurer l'an prochain alors que l'environnement de taux ne devrait pas constituer un obstacle pour leur valorisation. Enfin, nous trouvons des opportunités sur des valeurs qui ont souffert de ventes parfois

forcées et indifférenciées. C'est le cas des **plus petites capitalisations en Europe comme aux Etats-Unis**. Leur rebond durable sera néanmoins conditionné par la bonne tenue de l'activité.

## «Les prévisions sont difficiles, surtout lorsqu'elles concernent l'avenir ». Et si... on se trompait ?

Notre allocation est-elle à l'épreuve des différents scénarios possibles ? Si les craintes de récession resurgissaient, les obligations d'Etat devraient bien performer et permettre de couvrir partiellement la partie plus risquée du portefeuille (actions notamment). La corrélation entre les deux classes d'actifs obligations et actions redeviendrait négative dans un environnement où l'inflation s'est normalisée. D'autres actifs permettraient d'amortir la baisse des actions : l'or, le Yen ou encore les stratégies alternatives devraient bien performer dans ce contexte.

Une inflation repartant à la hausse serait globalement le scénario le plus défavorable pour un portefeuille diversifié, faisant peser un risque de baisse à la fois sur les obligations et les actions, à l'image de l'année 2022. Dans ce cas de figure, il faudrait privilégier les liquidités et l'exposition à certaines matières premières telles que l'or ou l'énergie (pétrole) pour limiter la baisse du portefeuille.

Le dernier type de risque est celui d'un risque exogène (risque géopolitique, risque pour la stabilité financière). Ce type de choc provoque une forte hausse de la volatilité puis doit être apprécié en terme d'impact sur l'activité, ce qui nous ramène au premier cas de figure : obligations gouvernementales, or, Yen et stratégies alternatives peuvent protéger en partie un portefeuille diversifié.

**Nous privilégions par conséquent une approche équilibrée et sélective pour 2024** : pour la partie obligataire, recherche de portage avec une durée plus longue, exposition au crédit de bonne qualité et dette émergente ; et pour la partie actions, une exposition plus spécifique à certaines thématiques qui ont un potentiel haussier supérieur à celui des indices : consommation non cyclique, secteur technologique, plus petites capitalisations.

1 - Estimation Candriam

2 - Source : Bloomberg

3 - Un scénario idéal d'une économie ni trop forte, ni trop faible

# Investir avec conviction : Conclusion



**Nicolas Forest**

Chief Investment Officer

**Alors que nos experts s'attelaient le dernier mois à décrire leur conviction pour 2024, force est de constater que le marché a déjà, en partie, anticipé le scénario espéré !**

La baisse continue de l'inflation et des données macroéconomiques en perte de vitesse ont ravivé les espoirs d'une normalisation de la politique monétaire plus rapidement qu'attendu, soutenant une baisse des taux d'intérêt de 100 bp et une belle performance des classes d'actifs risquées.

Mais le rally de fin d'année ne doit pas faire oublier les dix questions structurelles que nous avons posé au cours de cet exercice.

Le cout d'emprunt a certes baissé mais les anticipations de baisses de taux ne sont-elles pas devenues trop rapides et trop marquées ? Les banques centrales normaliseront en 2024 mais maintiendront un niveau de taux plus

élevé que la dernière décennie. Déterminer le niveau « neutre »

dans le contexte actuel est loin d'être aisé « **Des taux**

**élevés... pour combien de temps ?** » est un pari

audacieux ! Les baisses de taux et leur séquençement

dépendront de l'ampleur du ralentissement

économique et de l'évolution futur de l'inflation.





Les obligations ont fait leur grand retour ! Les primes de risque se sont certes compressées mais le portage est toujours là. La sélection restera de mise surtout sur la partie la plus endettée.

« [Les rendements obligataires offrent une multitude d'opportunités ... mais il faut choisir avec soin](#) ».

Les états se sont lourdement endettés ces dernières années pour atténuer les conséquences économiques et sociales de la pandémie et de la crise énergétique. « [Faut-il s'inquiéter de la soutenabilité des dettes publiques en zone euro ?](#) » Alors que le coût moyen de l'endettement des états va continuer de monter, la baisse de l'inflation et les faibles perspectives de croissance n'aideront pas pour rétablir l'équilibre des finances publiques. Dans une année électorale, l'évolution des déficits sera un point à suivre.

La hausse des taux a gelé le marché immobilier en majeure partie en 2023 mais un dégel pourrait se poursuivre ! « [Immobilier... un dégel printanier](#) ». Des opportunités existent et ce dans plusieurs classes d'actifs sur des structures relativement saines y compris sur la dette privée.

En 2023, les actions auront finalement connu une année favorable marquée toutefois par une forte dispersion. « [En 2024, Les actions peuvent-elles baisser même sans récession ?](#) ». Si le potentiel de hausse nous paraît peu probable après le rally de fin d'année, certaines valeurs nous paraissent toujours attractives :

- Des sociétés, actives notamment dans le secteur de la santé, bénéficient de l'évolution démographique et de leur forte capacité d'innovation après avoir été confrontées à des vents contraires l'an dernier. « [Le secteur de la santé jouera-t-il comme attendu son rôle défensif ?](#) »

- 
- Le secteur de l'énergie renouvelable a été chahuté par la hausse des taux, la flambée des coûts des intrants et affiche une rentabilité en berne. Mais la transition énergétique se poursuit et reste une priorité et comme dans tout secteur il y aura des gagnants et des perdants. Le positionnement technologique, le niveau d'intégration et la taille seront des facteurs clés. « [Turbulence dans la transition énergétique : phénomène cyclique ou structurel ?](#) ».
  - Des opportunités existent aussi au sein des pays émergents, hors Chine. Une dynamique démographique favorable, des évolutions géopolitiques positives et des opportunités dans les domaines de la transition énergétique et des semi-conducteurs confèrent à certains pays un nouveau rôle à la croissance mondiale. « [Dans la galaxie des marchés émergents, découvrez les nouvelles étoiles montantes.](#) ».

**Alors que nos experts s'attelaient le dernier mois à décrire leur conviction pour 2024, force est de constater que le marché a déjà, en partie, anticipé le scénario espéré !**



Outre les défis économiques, les enjeux électoraux rythmeront le calendrier ! En effet, 60 % du PIB mondial seront concernés par des élections dont l'élection suprême aux Etats Unis en novembre prochain. Si un nouveau duel Biden – Trump semble aujourd'hui le plus vraisemblable, il y a fort à parier que l'incertitude pèsera sur les marchés et nourrira leur volatilité. « [Etats-Unis : que faut-il attendre en année électorale ?](#) ».

Au final, dans un environnement géopolitique instable, une économie fragile et une année remplie de défis, « [comment faut-il construire son portefeuille ?](#) ». Notre portefeuille cible pour entamer 2024 privilégie les obligations par rapport aux actions et un investissement sélectif. Nous pensons qu'il existe des opportunités sur les sociétés défensives appartenant aux secteurs de la santé et de la consommation non cyclique, sur le secteur de la technologie et bénéficiaire de la thématique AI et des plus petites capitalisations. N'oublions pas que l'or, le yen et les stratégies alternatives peuvent protéger le portefeuille.

**L'équipe d'investissement de Candriam et moi-même vous souhaitons une année 2024 exceptionnellement prospère ! Ensemble, nous demeurons résolument engagés à collaborer étroitement avec vous pour surmonter les défis et saisir toutes les opportunités qui se présenteront à nous. Que cette année soit synonyme de réussite et d'accomplissements fructueux. Ensemble, construisons un avenir financier durable et prometteur !**



**144 Mds €**

d'actifs sous gestion  
Juin 2023\*



**+600**

experts  
à votre service



**+25 ans**

Leader dans  
l'investissement responsable

Ceci est une communication commerciale. Veuillez consulter le prospectus des fonds et le document d'informations clés pour l'investisseur avant toute décision finale d'investissement. Cette communication marketing ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement, ni la confirmation d'une quelconque transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou des omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte 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 autorisation écrite préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être affectées par des commissions, des frais et d'autres charges. Les performances exprimées dans une devise autre que celle du pays de résidence de l'investisseur sont soumises aux fluctuations des taux de change, pouvant avoir un impact négatif ou positif sur les gains. Si le présent document fait référence à un traitement fiscal spécifique, ces informations dépendent de la situation individuelle de chaque investisseur et peuvent changer. L'investisseur supporte le risque de perte en capital.

\* À compter du 30/06/2023, 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 30/06/2023.