



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

COMMUNICATION  
PUBLICITAIRE

# PERSPECTIVES & CONVICTIONS

ASSET MANAGEMENT | 1<sup>ER</sup> SEMESTRE 2024



EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.



## SOMMAIRE

Wall Street  
vs Main Street ?

BENJAMIN MELMAN

P. 3

Encore une  
belle année en  
perspective !

ALAIN KRIEF

P.6

Actions  
européennes :  
une question  
d'asymétrie

CAROLINE GAUTHIER

P.9

L'« improvement »,  
nouvelle tendance  
de la gestion

ANTHONY PENEL &  
GUILLAUME LACONI

P. 12

2024, une année  
qu'il faudrait  
passer à l'abri des  
regards ?

JACQUES-AURELIEN  
MARCIREAU

P. 16

# WALL STREET VS MAIN STREET ?



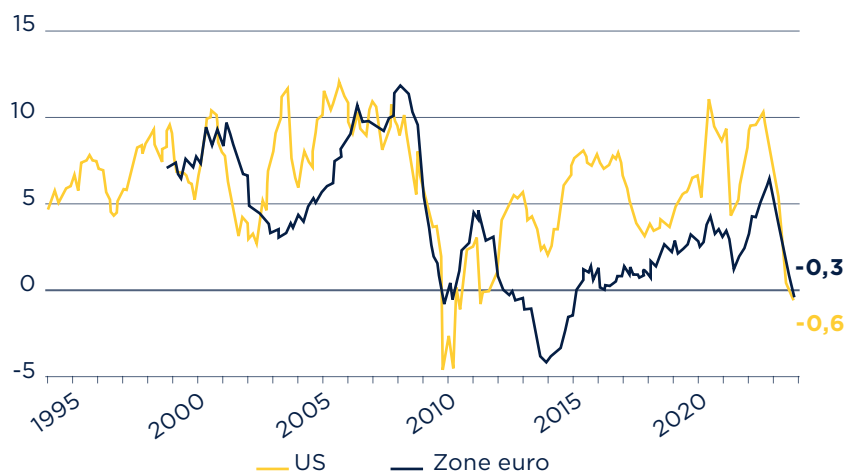
**BENJAMIN  
MELMAN**

**Global Chief  
Investment  
Officer**

Dans les événements économiques les plus frappants de 2023, cohabitent deux phénomènes profondément antagonistes : une croissance plus résiliente que prévu (du moins aux États-Unis) et une contraction du crédit bancaire en Europe et Outre-Atlantique. Cette conjonction est tout sauf durable : on ne peut financer des croissances en valeur autour de 4%-5% sans un minimum de crédit.

Les enquêtes des banques centrales montrent que si les banques commerciales n'affichent clairement pas de volonté de prêter, de toutes façons la demande de crédit est en retrait avec de tels niveaux de taux. Et cette situation semble pouvoir durer longtemps si rien ne bouge sur le front monétaire. L'économie des pays développés est en plein processus de désendettement. Du fait de l'extraordinaire lévitation de l'économie américaine cette année, on a pu croire que la politique de la Fed n'était pas assez restrictive. Nous sommes convaincus du contraire : **l'économie américaine a tenu grâce à une politique fiscale encore très expansionniste cette année et ceci en dépit de la politique monétaire.** L'expérience de ces dernières années en Chine nous rappelle à quel point il ne faut pas sous-estimer les impacts du désendettement : une croissance toujours inférieure aux attentes ou encore un quasi recul des prix domestiques en pleine vague d'inflation mondiale.

## Impact d'une politique monétaire restrictive



Source : LSEG Datastream / Edmond de Rothschild Asset Management (France). Les données passées ne sont pas un indicateur fiable des données futures et peuvent varier dans le temps.

## UN NÉCESSAIRE RÉAJUSTEMENT DES TAUX D'INTÉRÊT

---

Si les banques centrales n'organisaient pas ce risque de récession/déflation, il nous est très difficile de trouver ailleurs, au-delà du risque géopolitique, d'autres facteurs de crise économique majeure. Les bilans privés sont sains, les bilans publics sont certes très dégradés mais il est trop tôt pour qu'ils posent des problèmes, les banques sont dans leur immense majorité robustes, les prix de l'immobilier sont en recul contrôlé grâce à une demande sous-jacente forte et une offre trop souvent limitée. **Les marges des entreprises sont également globalement très élevées et ont résisté jusqu'ici de façon impressionnante à tous les chocs qui s'exercent sur elles depuis la crise du Covid.** Nous ne sommes donc pas encore dans cette phase du cycle où les entreprises, en agrégé, doivent restructurer. En revanche, il va de soi que sans réajustement des taux d'intérêt, les marges seront sous pression l'an prochain, ce qui fragilisera davantage le cycle.

Ainsi, dans le cadre d'un tassement de la croissance et de l'inflation qui a toutes les raisons de se poursuivre, il y a de la place du côté des banques centrales pour aligner en conséquence leurs taux directeurs à la réduction de l'inflation afin de maintenir peu ou prou les taux réels au même niveau et éventuellement de réduire ces derniers pour accompagner le creux de l'activité car à ce niveau, les taux réels sont très restrictifs.

## LES JEUX SONT OUVERTS

---

Le problème venant pratiquement uniquement des banques centrales, la façon dont elles répondront au contexte en 2024 jouera un rôle déterminant dans les dynamiques des marchés. Seront-elles proactives ou simplement réactives ? **Les derniers discours des banquiers centraux plaident sans ambiguïté en faveur d'un conservatisme monétaire dans la lutte contre l'inflation.** En revanche, il n'est pas anodin que la Fed comme la BCE aient de fait retiré récemment le biais au durcissement qu'elles affichaient en termes de politique monétaire, alors même que les derniers chiffres connus de croissance américaine étaient plus forts que jamais. Préparent-elles une politique un peu différente ? À ce stade, les jeux sont

ouverts et toute anticipation sur ce point reste spéculative.

Une baisse de taux proactive conduirait à un relâchement direct de la pression sur la croissance, sur les marges des entreprises et un rehaussement du ratio cours-bénéfice sur les marchés d'actions. Si l'année 2024 sera vraisemblablement fragile concernant la dynamique des bénéfiques, les investisseurs reprendront espoir pour la suite. En revanche, si les banques centrales ne font que conserver un niveau très restrictif de taux réels, la performance des marchés d'actions pourrait être en ligne avec des bénéfiques médiocres.

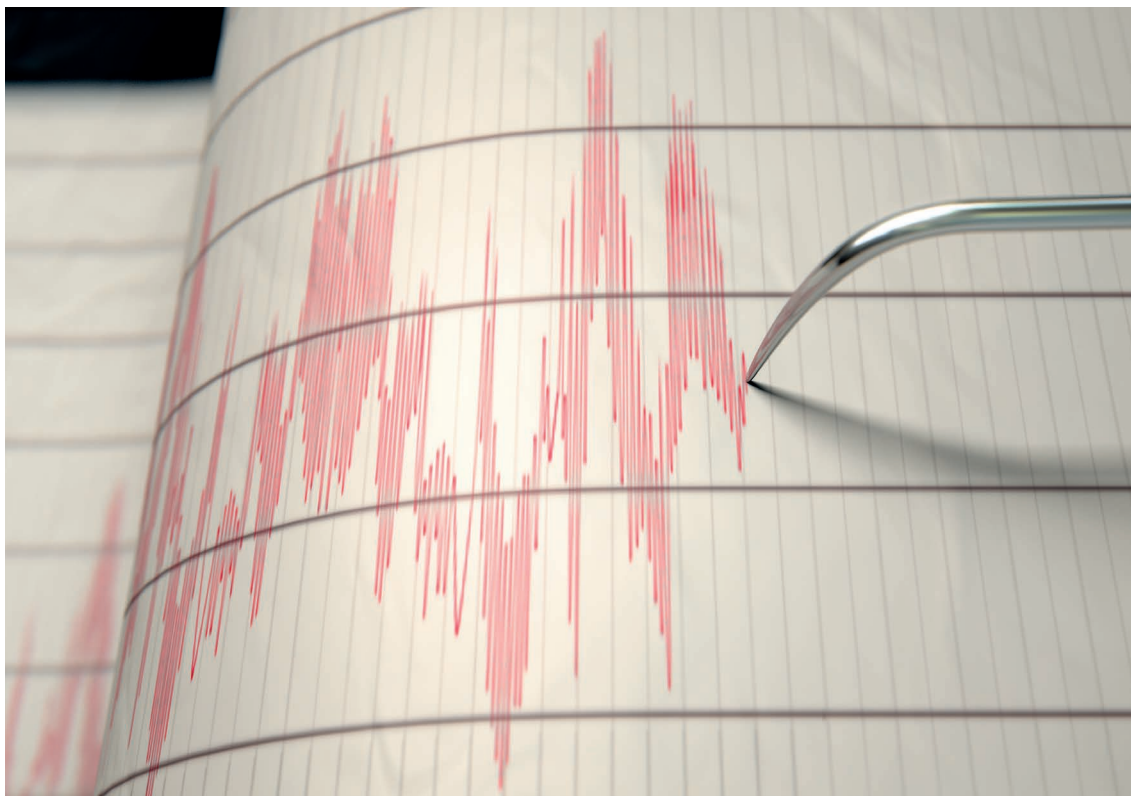
Il est intéressant toutefois d'observer à travers le marché des *swaps*<sup>1</sup> d'inflation que les investisseurs anticipent une inflation américaine à 2,25% en octobre 2024, en baisse de plus de 1,2% par rapport aux niveaux anticipés fin 2023 alors qu'ils prévoient une baisse de taux de la Fed de 75 points de base au titre du même exercice. Autrement dit, les marchés anticipent une remontée des taux réels pratiqués par la banque centrale à pratiquement 2,3% et donc une politique monétaire encore plus restrictive, ce qui nous semble une hypothèse très forte si l'économie américaine se tasse comme nous l'anticipons. Ainsi, **si le scénario d'inflation du marché se déroule peu ou prou comme prévu par les investisseurs, toute inflexion de la banque centrale par rapport à cette anticipation déjà bien restrictive de politique monétaire serait en mesure de propulser les marchés obligataires et d'actions.**

## SE TENIR PRÊT À « SURPONDÉRER » LES ACTIONS

---

Historiquement, au cours des trente dernières années, les périodes qui ont suivi le pic des hausses de taux et la première baisse de taux se sont sans exception traduites par une baisse marquée des taux longs aux États-Unis et ont dans 75% du temps été accompagnés par des performances assez solides sur le SP&500, et d'autant plus fortes que la récession n'a pas embrayé après la baisse de taux, comme en 2019.

**Il convient à nos yeux d'être normalement investi sur les marchés actions en dépit des risques pesant sur les bénéfiques afin de pouvoir profiter de la réévaluation et de l'amélioration des perspectives bénéficiaires**



**qui résulteraient d'une évolution de la politique monétaire.** Et être prêt à passer surpondéré en cas de perception de changement de cap des banques centrales.

**En ce qui concerne les marchés obligataires,** sauf à considérer que les prévisions d'inflation des investisseurs ou les nôtres sont bien trop optimistes, **il est difficile de ne pas être positif sur la durée<sup>2</sup> pour 2024.** Schématiquement, si les banques centrales restent restrictives, le désendettement continuera de tirer le tandem croissance/inflation vers le bas et les parties longues de la courbe en profiteront. Si les banques centrales décident d'être proactives, ce sont les parties courtes et intermédiaires qui en bénéficieront le plus. Toutefois, historiquement, ces phases d'inflexion cyclique et de baisse de taux ne sont pas toujours favorables aux spreads<sup>3</sup> de crédit, même si les écarts de spreads que l'on a pu constater sont bien compensés par l'effet baisse de taux. A ce titre, les stratégies de portage<sup>4</sup> sont vraiment à privilégier, en se tenant à l'écart des notations les plus basses.

1. Un swap ("échange") est un contrat établi entre deux parties afin d'échanger un flux financier contre un autre flux, selon un échéancier fixé à l'avance. Ces produits financiers sont utilisés à des fins de couverture ou pour spéculer.

2. Période de détention prévue de l'actif.

3. Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.

4. Stratégies qui consistent à acheter des obligations affichant une forte décote et à les garder en portefeuille jusqu'à maturité, avec pour objectif de s'immuniser contre la volatilité des taux.

- **Les performances des marchés d'actions ne dépendront pas des profits si les banques centrales font preuve d'une certaine réactivité**
- **Sur les marchés obligataires, sauf à considérer que les prévisions d'inflation sont bien trop optimistes, il est difficile de ne pas être positif sur la durée**
- **Les stratégies de portage sont vraiment à privilégier, en se tenant à l'écart des notations les plus basses**

# ENCORE UNE BELLE ANNÉE EN PERSPECTIVE !



**ALAIN KRIEF**  
**Responsable  
de la Gestion  
obligataire**

La fin de l'année approche et les marchés tentent d'ores et déjà de se projeter en 2024. La saison des « Outlook » est ouverte et nous avons rarement vu de telles disparités dans les prévisions.

Livrer des perspectives sur une année entière est un exercice difficile surtout dans le contexte économique actuel, caractérisé par une fin du cycle de hausse des taux des banques centrales et un début du cycle de baisse de ces mêmes taux, une inflation en baisse mais sur laquelle tout le monde s'accorde à dire qu'elle restera structurellement plus haute qu'auparavant, une résilience des économies mais jusqu'à quand ?, des tensions géopolitiques fortes et pour finir, des élections américaines à venir.

Toutefois, nous pensons que la croissance mondiale devrait encore ralentir l'année prochaine, en raison de l'impact de la politique monétaire restrictive des banques centrales et des difficultés de l'économie chinoise. L'inflation aux États-Unis et dans la zone euro se rapprochant de 2% d'ici à la fin de 2024 et se situant en-dessous de l'objectif cible en 2025, la Fed et la BCE vont probablement beaucoup évoquer d'éventuelles baisses de leurs taux directeurs. Le marché estime déjà que ces baisses interviendront à partir de la mi-2024 voire un peu avant, mais les anticipations vont se matérialiser dans le marché sur les parties courtes 2 ans et 5 ans bien avant ces baisses effectives. Ainsi, avec la normalisation des courbes de taux tout au long de l'année 2024, la croissance devrait alors se redresser en 2025.

**DEPUIS PLUSIEURS ANNÉES, UNE QUESTION REVIENT SOUVENT : « PEUT-ON OBTENIR PLUS DE RENDEMENT TOUT EN PRENANT MOINS DE RISQUE SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES » ?**

**C'est pourtant ce qui se passe aujourd'hui sur les marchés obligataires crédit, à savoir plus de rendement pour un risque bien plus faible, et ce depuis près de 10 ans.** Bien entendu, cela ne va pas durer. Une fois que les banques centrales auront atteint leur cible d'inflation avec des risques de remontée de celle-ci limités, les taux vont baisser mais les primes de risques dépendront alors de l'état de santé des entreprises à ce moment-là. Il est donc clair que les rendements, somme des taux d'État et de la prime de risque crédit, seront alors très probablement égaux ou

moins élevés mais avec plus de risque crédit en proportion. En effet, les primes de risque crédit auront bien du mal à être plus faibles étant donné que les politiques monétaires restrictives vont continuer à peser sur les marges des entreprises.

**Le portage sur ces primes de risque crédit devrait fonctionner en 2024** si la santé moyenne des entreprises ne se détériore pas, mais nous aurons certainement plus de volatilité et de disparité au sein des sous-classes d'actifs.

En 2023, la volatilité des taux a été exceptionnellement forte et surprenante. Cela s'explique en grande partie par le fait qu'il y a eu plusieurs fausses alertes concernant le pic du cycle de resserrement de la Fed, avant que le scénario d'une hausse prolongée ne s'impose à nouveau. Il a été particulièrement difficile d'évaluer les mouvements des banques centrales dans ce contexte, en raison de la dépendance des décideurs politiques à l'égard des données et de l'abandon des prévisions dans un contexte d'inflation étonnamment persistante.

**En 2024, la volatilité sur les taux devrait nettement baisser pour laisser place à la volatilité sur les primes de risque crédit (les spreads), ce qui nécessite une approche prudente et sélective basée cette fois-ci sur les fondamentaux.**

**Le portage sur les primes de risque crédit reste très attractif sur les subordonnées bancaires, les hybrides corporate, la dette émergente ou encore le High Yield<sup>1</sup> de qualité.**

## DES RISQUES CONCENTRÉS ET IDENTIFIÉS

Dans un contexte de ralentissement économique, il est compréhensible de voir les investisseurs réticents à investir sur le High Yield. Pourtant, les primes de risque crédit sont déjà en ligne avec un contexte de marché difficile et ce segment offre de nombreuses opportunités. A titre d'exemple, les entreprises bien notées au sein de l'univers du High Yield, à savoir « BB », n'ont pas de mal à venir se refinancer sur les marchés avec des coupons certes plus élevés, tout comme la catégorie « Investment Grade »<sup>2</sup>. Et c'est dans ce contexte qu'il faut bien avoir en tête les statistiques de défaut des 40 dernières années. Le pourcentage de défaut cumulé sur

5 ans pour la catégorie « Investment Grade » est inférieur à 1%. On passe à 8% pour les notations « BB », 25% pour les notations « B » et plus de 30% pour les notations « CCC » selon Moody's. En regardant de plus près les émissions qui traitent déjà sur des niveaux stressés, ce qui représente 15% du marché « High Yield », **50% de ces émetteurs en « distress » appartiennent au secteur « Immobilier ».** Les risques sont donc bien identifiés et surtout très concentrés. Il s'agit donc de profiter de ces opportunités en ne s'écartant pas de la qualité en termes de notations, et donc privilégier les entreprises notées « BBB » et « BB », rester sélectifs en termes de noms et de secteurs d'activité pour bénéficier à plein du « total yield » pour l'année 2024.

En s'inscrivant dans cette recherche de qualité en terme de risque crédit, il nous paraît intéressant de considérer les dettes subordonnées financières et non financières d'émetteurs notés « Investment Grade » qui devraient bénéficier de cet environnement en 2024 et délivrer selon nous des performances attractives.

En effet, **les fondamentaux des banques européennes devraient rester solides en 2024**, avec une rentabilité maximale dans certaines juridictions, mais surtout une génération de capital organique encore importante, des niveaux de capital et de provisionnement élevés, permettant de faire face sereinement à toute détérioration future potentielle des taux de défaut. **La dynamique positive des « calls »<sup>3</sup> sur les AT1<sup>4</sup> se poursuit**, avec l'utilisation de tous les outils possibles (*simple call*, *call* et refinancement, *tender*<sup>5</sup> et refinancement), grâce à d'importantes réserves de capital disponibles qui offrent ainsi une certaine souplesse aux émetteurs. Les calls sur l'année 2024 sont plus nombreux qu'en 2023, mais représentent un millésime plutôt favorable. La plupart des calls prévus début 2024 sont déjà refinancés, dont une grande partie des émissions en dollars qui sont exposées au LIBOR<sup>6</sup>.

L'offre primaire devrait augmenter en 2024 mais l'offre nette de titres subordonnées, avec prise en compte des calls, restera limitée. Par ailleurs, les récentes émissions ont déclenché un cercle vertueux ; les fortes demandes observées grâce à des caractéristiques très attractives permettent une revalorisation du marché secondaire. A titre d'exemple, on peut citer l'opération primaire AT1 d'UBS qui a, par ailleurs, réveillé la demande asiatique. Le portage sur cette classe d'actifs, avec des niveaux de rendement (rendement total : taux d'État plus

prime de risque crédit) au call de l'ordre de 10% en dollar et en euro, atteint des niveaux bien au-dessus des moyennes historiques.

## UN PORTAGE ATTRACTIF SUR LES DETTES SUBORDONNÉES NON FINANCIÈRES

Les **hybrides corporates** (dettes subordonnées non financières) ont souffert d'une réévaluation du risque d'extension depuis 2022. C'est cette sous-performance qui devrait se normaliser en 2024, grâce notamment à un manque d'offre supplémentaire et une forte demande de rendement sur des émetteurs de qualité. Bien qu'il y ait eu une bonne dose d'activité de refinancement de crédits comme Enel et Telefonica ou bien de quelques nouveaux émetteurs, le segment a vu certains émetteurs quitter la classe d'actifs, comme Volvo, Danone ou encore Bertelsmann car ils n'ont plus besoin du « equity content » des agences de notation pour soutenir leurs notations.

Le portage sur ce type de dette est particulièrement attractif puisque la prime de risque crédit est de plus de 250 points de base supplémentaires (+2,5%) par rapport aux émissions seniors sur les mêmes noms.

Enfin, **les marchés émergents en devises dures** devraient bénéficier aussi d'une très bonne dynamique en 2024. Tout d'abord, principalement en dollar, l'effet de la baisse des taux sera cette fois synonyme de performance. Du côté des fondamentaux, il est difficile de faire des comparaisons sur un marché très disparate et diversifié que ce soit en termes de pays et de secteurs d'activité pour les entreprises émergentes. Mais là aussi, il faut se montrer sélectif.

Nous pouvons observer des tendances positives sur le secteur « Oil & Gas » notamment au Brésil, en Colombie, en Argentine et au Nigéria ou encore sur le secteur des matières premières « Metals & Mining » au Pérou, en Ukraine ou encore au Brésil. Le secteur des Télécommunications nous semble particulièrement intéressant en Afrique. En Amérique latine, le secteur des transports et de la logistique offre aussi de belles opportunités.

Les primes de risque crédit au sein de l'univers des émergents sont toujours plus importantes que pour les pays développés, et cela est dû

à une prime de risque pays qui vient s'ajouter à la prime de risque de l'émetteur alors qu'en moyenne, à titre d'exemple, le levier (dette nette/EBITDA) des entreprises du segment High Yield demeure très bas et s'affiche à 1.4x.

En conclusion, si l'année 2023 a été l'année du « carry » (portage), **nous anticipons que l'année 2024 sur les marchés obligataires crédits devrait être une année bien meilleure encore en terme de performance** puisqu'au portage de la partie « prime de risque crédit » viendra cette fois s'ajouter la performance provoquée par la baisse relativement forte attendue des taux d'État en Europe et aux États-Unis.

1. Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
2. Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
3. Option de remboursement anticipé.
4. Les obligations Additional Tier 1 (AT1), connues également sous le nom d'obligations convertibles conditionnelles (en anglais «contingent convertible bonds» ou «CoCo bonds»), sont considérées comme le croisement entre une obligation classique et une action. Ce sont des instruments de dette mais très risqués, qui n'ont pas de date de remboursement et dont le coupon annuel est très élevé. Ils sont réservés uniquement aux investisseurs professionnels.
5. Offre d'achat.
6. Le Libor est l'un des taux de référence du marché monétaire de différentes devises.

► **La baisse des taux associée au portage sur les primes de risque crédit sera un moteur de performance important en 2024**

► **Sur le crédit, développer une approche prudente et sélective basée sur les fondamentaux sera la clé**

► **Les dettes subordonnées financières et non financières, la dette émergente et le High Yield de qualité seront à privilégier**



# ACTIONS EUROPÉENNES : UNE QUESTION D'ASYMÉTRIE



CAROLINE  
GAUTHIER

**Co-Responsable  
de la Gestion  
Actions**

En 2024, l'économie sera soumise à l'influence de forces antagonistes. En effet, au niveau macro-économique, d'un côté il est dorénavant acté que le pic de l'inflation et sans doute des taux d'intérêts est derrière nous mais de l'autre, le ralentissement économique est indéniable.

À l'échelle micro-économique, un dilemme se profile entre d'une part les possibles révisions à la baisse des résultats des entreprises et d'autre part des valorisations déjà modestes, constituant un soutien particulièrement robuste.

Quel phénomène prévaudra dès lors ? Et quel potentiel pour les actions européennes dans ce contexte ? En faisant appel aux fondements de la théorie financière qui invitent avant toute décision d'investissement à définir son couple risque/rendement, **il nous paraît clairement que l'asymétrie risque/rendement joue actuellement en faveur des actions européennes** dont le potentiel de baisse nous semble limité, tandis que l'expansion des multiples de valorisation pourrait autoriser la poursuite de la tendance haussière amorcée en cette fin d'année 2023.

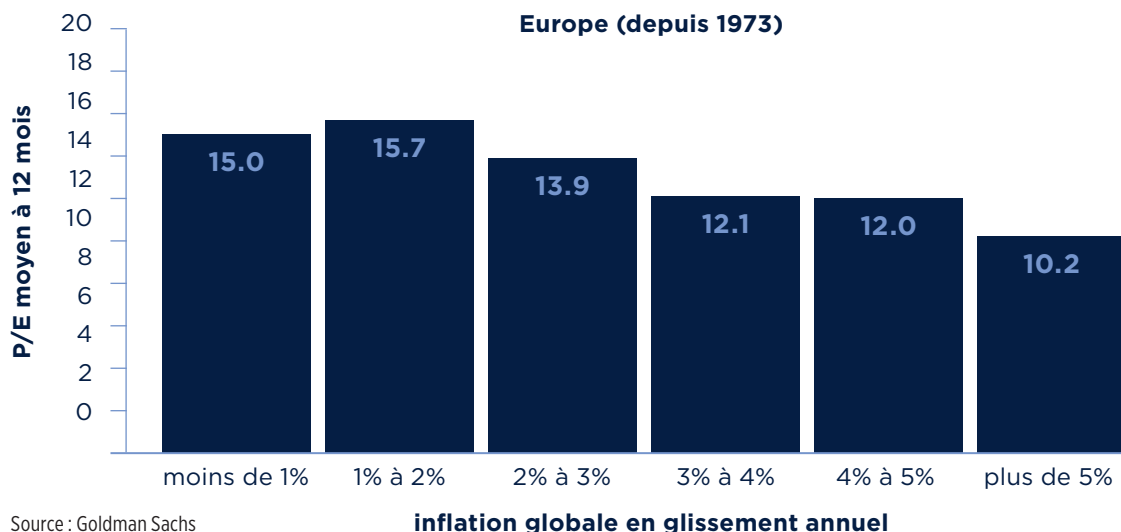
## UN HORIZON QUI S'ÉCLAIRCIT

---

La décrue de l'inflation est désormais enclenchée esquisant ainsi un soutien potentiellement massif pour les actifs liquides risqués : l'anticipation d'une inflexion baissière sur les taux destinée à se prolonger sur l'année 2024. Si de surcroît, le ralentissement économique, déjà bien ancré en Europe, ne s'aggrave pas, le levier sur les valorisations des actions européennes devrait être substantiel.

Alors que le marché se négocie actuellement sur des multiples de bénéfices de 12x, des niveaux de 14x s'avèreraient tout à fait cohérents avec des chiffres d'inflation se rapprochant de la cible des banques centrales, laissant augurer toute chose égale par ailleurs, un potentiel d'appréciation - dividendes inclus - de 20% et ce, sans même prendre en compte de progression des bénéfices par action.

## Multiples de bénéfices en fonction du niveau d'inflation



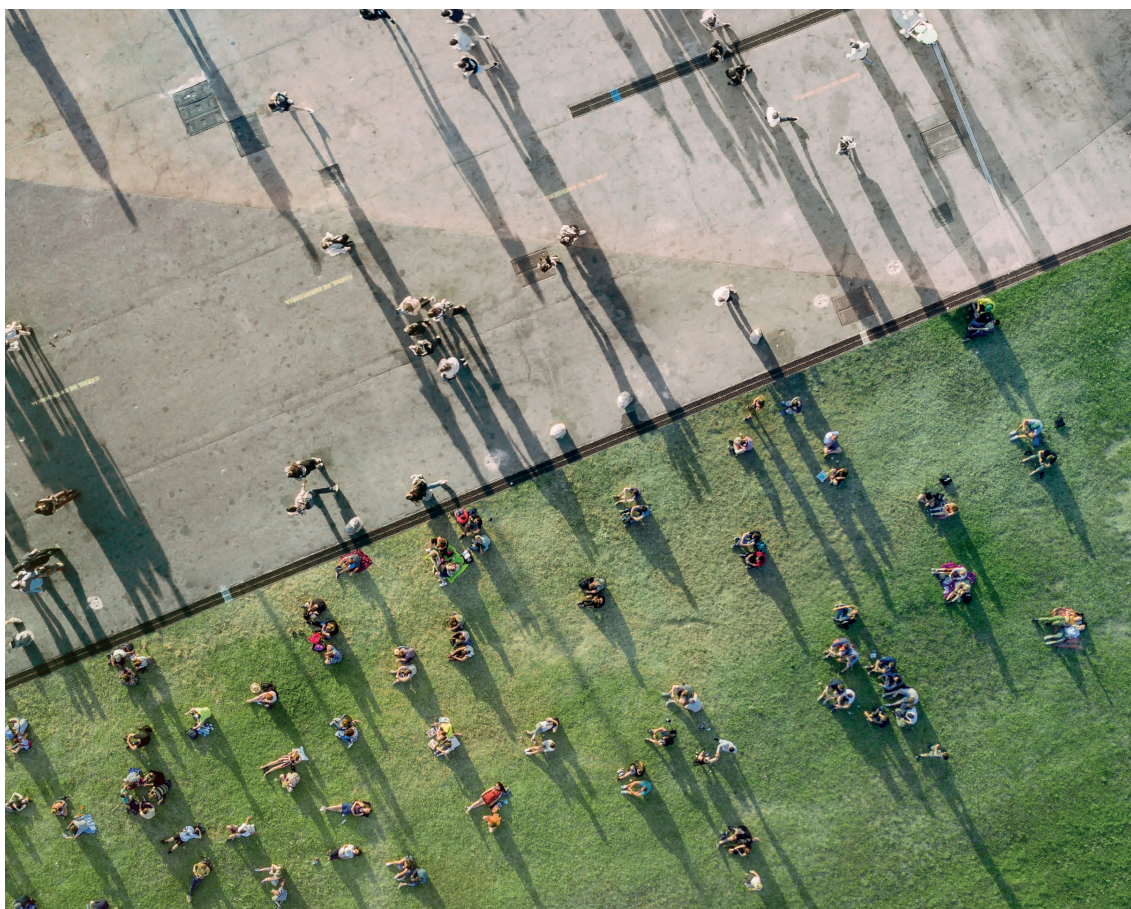
## UNE EUROPE MÉTAMORPHOSÉE ET PRÉPARÉE À L'ATTERRISSAGE EN DOUCEUR

Concernant les projections de résultats, nous estimons que les attentes sont déjà bien dérisquées, minimisant le risque de déception. En effet, de nombreuses sociétés ont déjà alerté sur un ralentissement de leur croissance au second semestre 2023 et n'envisagent pas d'amélioration avant la fin du premier semestre de l'année prochaine. Que cela soit dans les secteurs hautement cycliques comme la chimie, la construction ou les matériaux de base, les résultats ont déjà été très affectés cette année et les attentes sont très basses. Tout redressement de tendance sera donc perçu très favorablement. Dans la consommation discrétionnaire, comme le luxe par exemple, le ralentissement est déjà perceptible et le consensus s'est adapté à ce discours plus prudent des sociétés. Dans de nombreux secteurs industriels, liés à la consommation ou à la santé, les niveaux d'activité ont été impactés par un phénomène de déstockage de grande ampleur qui devrait perdurer au cours du premier semestre 2024. **L'effet de base ne sera pas favorable en ce début d'année et les entreprises misent davantage sur une reprise au second semestre.** Bien entendu, celle-ci sera tributaire du niveau de la demande finale.

Bien que les marges des entreprises seront sous pression en 2024 (moins de hausse de prix, volumes en berne, progressions de salaires toujours de rigueur et augmentation des frais financiers), il convient de ne pas sous-estimer la capacité d'adaptation de nos entreprises qui ont depuis l'épidémie du Covid-19 relevé de nombreux défis. **Le niveau record des marges et de génération de trésorerie observé en Europe cette année témoignent d'une transformation profonde du tissu économique européen reflétée dans les indices boursiers.** L'Europe s'est en effet dotée en une quinzaine d'années de véritables champions mondiaux dont la croissance est aujourd'hui moins chèrement valorisée que celle de leurs homologues outre-Atlantique. Sans nécessairement évoquer des géants comme Novo Nordisk ou ASML, des acteurs de l'ancienne économie comme Schneider Electric ont réussi à transformer leur modèle économique grâce à l'innovation et à embrasser de nouvelles tendances structurelles telles la transition énergétique ou l'automatisation, leur permettant d'afficher des taux de croissance à long terme très attractifs.

## SMALL CAPS EUROPÉENNES : UNE ASYMÉTRIE DU RISQUE/RENDEMENT QUI NE PEUT ÊTRE IGNORÉE

S'il est une classe d'actifs qui a déjà clairement intégré le risque de récession dans sa



valorisation, ce sont les petites capitalisations qui ont sous-performé de plus de 21 points les grandes capitalisations depuis avril 2022, dépassant ainsi la sous-performance atteinte de 14 points lors de la grande crise financière. Se traitant avec une décote de 10% par rapport aux grandes valeurs, elles accumulent un potentiel de hausse significatif si elles venaient à retrouver leur prime historique de près de 25% sur les grandes valeurs. Alors que les fondamentaux demeurent intacts et révéleront dès 2024 des croissances de résultats de nouveau supérieures aux grandes valeurs, l'anticipation d'un changement à venir des politiques monétaires des banques centrales devrait constituer un puissant catalyseur pour les petites capitalisations. **Valeurs de croissance par nature, elles pourraient retrouver l'intérêt des investisseurs à la recherche de sociétés délaissées dans un environnement de croissance anémique.**

- **Si le ralentissement économique, déjà bien ancré en Europe, ne s'aggrave pas, le levier sur les valorisations des actions européennes devrait être substantiel**
- **L'Europe s'est dotée en une quinzaine d'années de véritables champions mondiaux dont la croissance est aujourd'hui moins chèrement valorisée que celle de leurs homologues outre-Atlantique**
- **L'anticipation d'un changement à venir des politiques monétaires des banques centrales devrait constituer un puissant catalyseur pour les petites capitalisations**

# L'« IMPROVEMENT », NOUVELLE TENDANCE DE LA GESTION



**ANTHONY  
PENEL**  
**Gérant Actions  
européennes**



**GUILLAUME  
LACONI**  
**Gérant Actions  
européennes**

\*Performance moyenne des trois titres NESTE, TOMRA et ORSTED, de décembre 2017 à décembre 2020. Données à titre illustratif. Source : Bloomberg. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

+240% en 3 ans\* ! Le passage au biodiesel, les parcs éoliens, le recyclage de bouteilles sont trois thématiques, trois « concept stocks » incarnés par la société finlandaise Neste, le groupe danois Orsted et l'entreprise norvégienne Tomra, qui ont laissé sur place un marché européen étale de fin 2017 à fin 2020.

Ces trois titres sont emblématiques de la vague ESG<sup>1</sup> qui a déferlé sur l'Europe : des activités s'intégrant parfaitement dans la transition vers l'investissement socialement responsable, de très bons scores attribués par les agences de notation qui en font des composants incontournables des fonds ESG.

Ils ne sont que la partie visible de l'iceberg. Une myriade d'autres sociétés de la thématique de la transition énergétique en ont profité avec des progressions certes moins impressionnantes mais bien réelles. Pour s'en convaincre, il suffit de constater par exemple la surperformance notable d'un titre comme Schneider, très actif sur le thème de l'automatisation et des économies d'énergie dans l'industrie et les bâtiments, par rapport à ses pairs Siemens ou ABB.

Ces « fruits des branches basses » ont été cueillis : ils sont bien identifiés, détenus dans la plupart des fonds ESG, ce qui se traduit dans leur multiples de valorisation. A titre d'illustration sur ce dernier point, en Europe, **la prime de valorisation dont bénéficient les meilleurs élèves ESG par rapport à ceux les plus en retard est passée de 14% en 2016 à un pic de 48% en 2021 pour s'établir actuellement à 37%<sup>2</sup>.**

A cette approche statique que l'on peut résumer par « achetons les meilleures notes ESG, les modèles économiques les plus adaptés à la transition », doit selon nous succéder une phase plus dynamique, plus contrariante et demandant une plus grande finesse d'analyse que l'on définirait ainsi : « achetons les titres sur la voie de l'amélioration, les sociétés qui entament le chemin vers un modèle plus socialement responsable ».

## L'« IMPROVEMENT » REVÊT PLUSIEURS FACETTES

Le thème de l'« improvement » est apparu dans le vocabulaire des investisseurs il y a environ 2 ans. Le terme anglais, ou sa traduction

« amélioration », ne disent rien de sa source. S'il fait généralement référence à l'ESG, rien ne contraint à s'y restreindre.

Ainsi, la transition vers une gamme de produits plus durables (secteur automobile, plus particulièrement le véhicule électrique, avec Forvia), la mise en place de process moins polluants (ciment moins intense en carbone, avec Heidelberg Materials), ou le règlement de litiges et controverses (ASR Netherland) sont autant de bonnes raisons d'améliorer le profil ESG des titres concernés, et leurs scores par les agences de notation ISR.

Mais **notre conception de l'« improvement » s'étend au-delà de l'ESG** : l'« improvement » financier constitue également un angle d'analyse qui permet d'identifier les cas de revalorisation. L'amélioration des marges (comme pour Arkema), de la croissance structurelle (Richemont) ou de la conversion des résultats en flux de trésorerie (Carrefour) permettent aux entreprises de changer de catégorie boursière et de déclencher une expansion des multiples de valorisation.

Notre méthode d'analyse de l'« improvement » se focalise sur l'intrication de l'amélioration ESG et de l'amélioration financière qui se nourrissent l'une de l'autre. En effet, **le financement des progrès ESG** (dépenses d'investissement, recherche & développement, fusions/acquisitions, etc.) **ne peut se réaliser que grâce à une performance économique fournissant la trésorerie nécessaire**. L'amélioration du volet ESG qui en découle permet en retour de renforcer le modèle d'entreprise, par la création de barrières à l'entrée, de produits plus compétitifs, d'un « pricing power »<sup>3</sup> supérieur à la concurrence, etc. ce qui soutient la croissance et les marges.

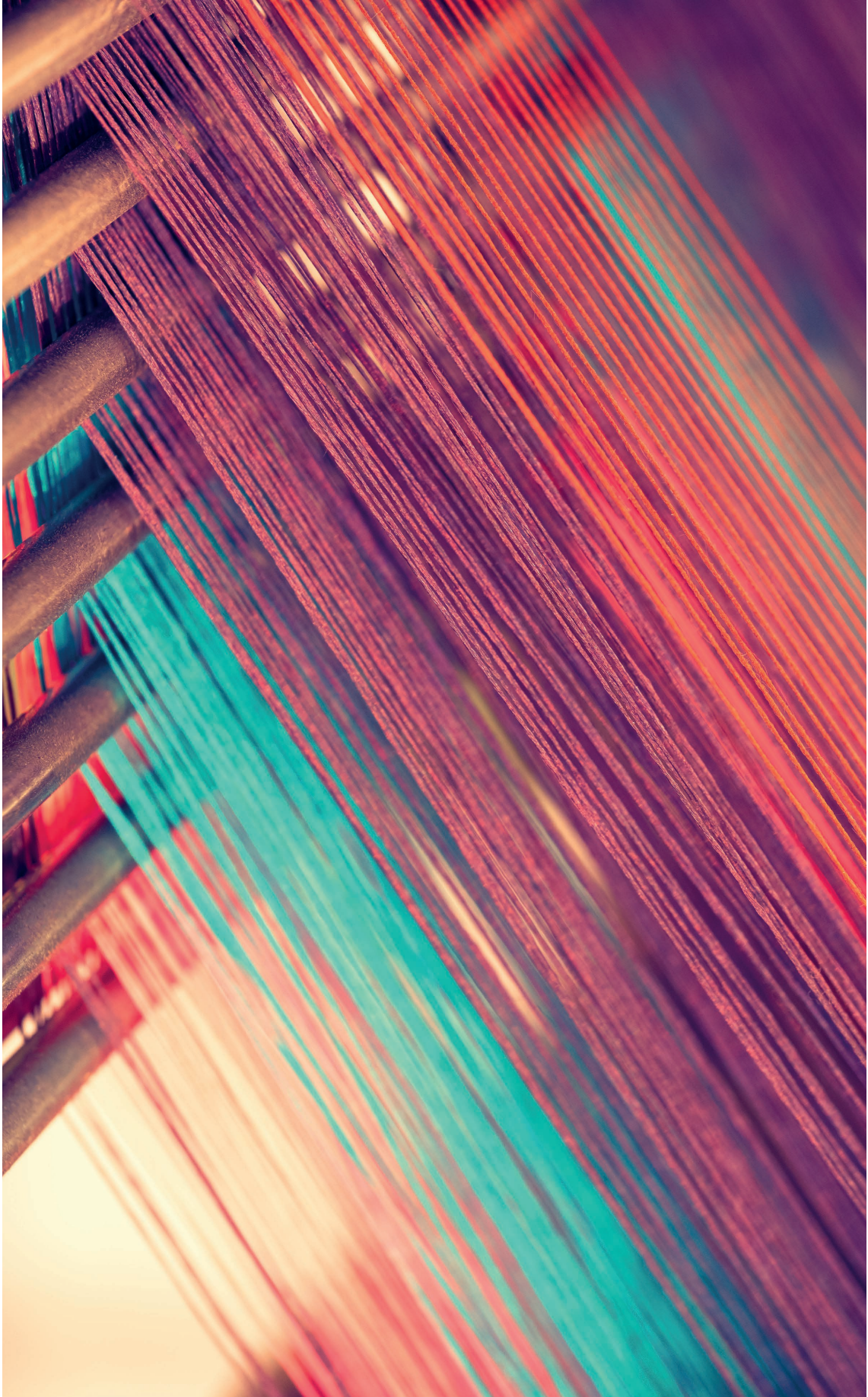
Ce cercle vertueux de l'« improvement » peut s'appliquer à tous les secteurs d'activités, permet de s'extraire des modes du marché et d'investir dans toutes les composantes de la dynamique opérationnelle des entreprises, tant extra-financières que financières. Les titres en « improvement » sont des propositions d'investissement attractifs car ils bénéficient ainsi de deux moteurs de performance boursière: l'amélioration des résultats et l'expansion des multiples de valorisations.

Edmond de Rothschild Asset Management a déployé dès 2009 une équipe de recherche Investissement Responsable interne dont les moyens humains et matériels ont sans cesse été renforcés. Près de quinze années d'historique d'analyse ESG ont permis de définir et éprouver sur la durée une méthode moins quantitative que celle des agences de notations externes, intégrant une vue qualitative, issue d'une connaissance approfondie des secteurs et sociétés qui passe par des rencontres régulières avec les différentes parties prenantes.

La méthode fondamentale d'analyse ESG permet d'identifier les catalyseurs d'amélioration, avant l'apparition de leurs effets et leur reconnaissance par les agences externes dont les notes évoluent le plus souvent avec un effet retard par rapport aux événements.

L'équipe Investissement Responsable est impliquée au quotidien aux côtés de l'équipe de gestion, et partie prenante de la gestion de très nombreux fonds et mandats. Elle est ainsi une sentinelle active des changements de dynamique ESG, positifs ou négatifs, et constitue donc un élément central au sein d'un processus de gestion en « improvement ».

Plus encore, l'équipe Investissement Responsable identifie les entreprises susceptibles d'être mieux accompagnées et lance auprès des dirigeants des actions d'engagement, individuelles ou collectives, faisant partie des catalyseurs d'« improvement ».



## IDENTIFIER LES CATALYSEURS PERTINENTS

Les archives de l'Asset Management sont remplies de sociétés mal valorisées... et qui le sont restées très longtemps ! Connues sous l'expression de « value traps », ces sociétés ont lourdement pesé sur le style Value<sup>4</sup> ces dernières années. **La revalorisation ne peut intervenir sans catalyseur.** Nous classifions ces catalyseurs en quatre catégories : Gouvernance (pression actionnariale et/ou changement de Direction), Stratégie (évolution du modèle d'entreprise), Environnement Métier (concurrence, rupture technologique, innovation) et Opérationnel (qualité de l'exécution).

Un ou plusieurs catalyseurs doivent être identifiés, et matériels, pour que se déclenche un « improvement » financier ou ESG. Précisons que ce dernier ne peut se mettre en place sans volonté affirmée de dirigeants qui doivent identifier les enjeux ESG propres à leur activité, les intégrer dans leur feuille de route, faire preuve de transparence dans leurs objectifs et mettre en place des indicateurs permettant aux investisseurs d'en suivre l'évolution.

**Les équipes de direction disposent de plusieurs leviers pour mettre en œuvre une politique d'« improvement ».** Le premier consiste en un changement de portefeuille, c'est-à-dire l'arrêt ou la réduction d'activités controversées ou néfastes tout en renforçant les métiers les plus prometteurs. Ce mouvement peut se réaliser de manière organique (via des investissements, des efforts en termes de recherche et développement, des lancements de nouveaux produits ou services) ou en externe (acquisitions, cessions, partenariats). Le deuxième levier est celui des changements culturels et organisationnels, ce qui recouvre les sujets de la stratégie, des modes de prises de décisions ou de la politique de gestion et de rémunérations des talents par exemple. Le troisième axe concerne la communication auprès de l'ensemble des parties prenantes (clients, fournisseurs, employés, investisseurs, communautés locales, autorités publiques, etc.).

Ainsi, l'arrivée d'un nouveau Directeur Général chez Bayer relance la possibilité de séparation des métiers, les investissements dans les énergies renouvelables chez Total Energies en feront la major pétrolière la plus avancée sur la transition énergétique et la rationalisation de la gamme produits chez Danone constitue un

catalyseur tant pour l'amélioration de la croissance structurelle, que pour les marges.

En guise de conclusion, soulignons que l'« improvement » est un thème naissant, porteur de performances financières, autant que sociétales. De même que le professeur aura plus d'impact sur l'amélioration du niveau de ses élèves en tirant vers le haut les candidats moyens, plutôt que de concentrer son enseignement sur les meilleurs, l'investisseur qui cherche à maximiser l'impact ESG de ses placements ne peut se contenter de détenir les entreprises les mieux-disantes en portefeuille. **Accompagner les entreprises sur le chemin de l'amélioration doit aujourd'hui être considéré comme la seconde phase de l'ESG. Une phase plus exigeante en matière d'analyse, requérant des équipes engagées, tant dans l'analyse financière traditionnelle, que dans l'analyse des enjeux extra-financiers.**

1. Intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

2. Source : Edmond de Rothschild Asset Management et BNP Paribas Exane.

3. Pouvoir de fixation des prix.

4. Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.

- **Les titres en « improvement » bénéficient de deux moteurs de performance boursière : l'amélioration des résultats et l'expansion des multiples de valorisations**
- **Un ou plusieurs catalyseurs doivent être identifiés, et matériels, pour que se déclenche un « improvement » financier ou ESG**
- **Accompagner les entreprises sur le chemin de l'amélioration doit aujourd'hui être considéré comme la seconde phase de l'ESG**

# 2024, UNE ANNÉE QU'IL FAUDRAIT PASSER À L'ABRI DES REGARDS ?



JACQUES-  
AURÉLIEN  
MARCIREAU

**Co-Responsable  
de la Gestion  
Actions**

2023 restera l'année des « sept magnifiques », expression qui s'est répandue comme une trainée de poudre dans le vocabulaire des investisseurs. En captant toute la lumière, ils ont relégué dans l'ombre le reste de la cote américaine - et même mondiale à quelques exceptions près -, de manière plus ou moins brutale.

En effet, **les 493 sociétés du S&P500 ont abandonné plus de 2 000 milliards de dollars de capitalisation depuis l'irruption de chatGPT, plus que compensé par l'appréciation des champions de la BigTech.** La liquidité et l'attention se sont polarisées sur ces oligopoles qui conjuguent optionalité sur l'IA (intelligence artificielle) générative et croissance structurelle, indépendante des aléas macroéconomiques, du moins selon les croyances du marché.

Notre conviction est que se tenir sous les radars pourrait être l'une des clés d'un investissement en actions réussi en 2024 et il ne s'agit pas là du simple espoir<sup>1</sup> d'un retour à la moyenne.

L'argument repose sur plusieurs piliers : sous les feux des projecteurs, les gagnants de 2023 devront en 2024 à la fois : 1) démontrer l'impact positif de l'IA générative sur leur modèle d'activité 2) survoler tout ralentissement économique, en dépit de leur taille qui les rend systémiques 3) esquiver toute évolution politique ou géopolitique potentiellement en leur défaveur.

Sur le premier et le deuxième point, nous assumons pleinement notre divergence vis-à-vis du discours ambiant. D'une part, **l'Histoire nous enseigne que nous surestimons toujours à court terme et sous-estimons à long terme l'impact des évolutions technologiques** et le fait qu'entre une démonstration et un système en production, plusieurs années peuvent s'écouler. Nous percevons les gains de productivité et l'opportunité liés à l'IA générative. Néanmoins, les attentes du marché semblent manquer de mesure. Concernant le deuxième point, que vous soyez Tesla, Apple, Amazon, Google ou Facebook, votre sensibilité macroéconomique est très significative, soit de par la nature des biens que vous proposez, ou de la place que vous occupez dans un écosystème - Amazon pour le e-commerce aux États-Unis ou Google pour la publicité en ligne -. Nous





ne prenons pas parti en ce qui concerne le scénario économique, mais les attentes d'une réaccélération nous semblent ambitieuses.

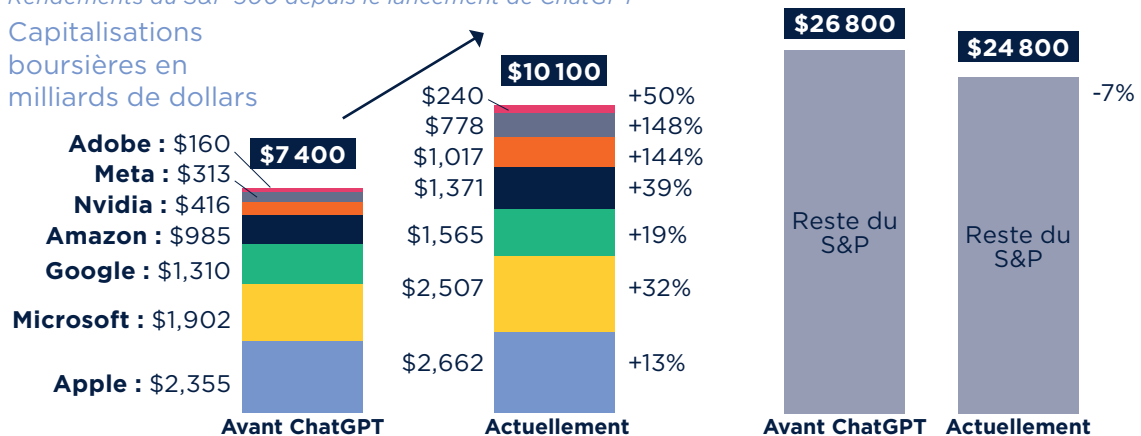
Jamais au cours du siècle autant d'élections n'ont lieu simultanément, ce qui signifie que **la gouvernance du monde va fortement évoluer, avec des programmes potentiellement plus**

**populistes et moins pro-globalisation, dont les grandes capitalisations de technologie ont largement bénéficié au cours de la décennie écoulée.** Le mouvement à l'œuvre, baptisé « Splinternet », à savoir la menace d'une fragmentation d'Internet, gagne largement des partisans, y compris aux États-Unis.

### Les 7 magnifiques, moteurs du marché

Rendements du S&P 500 depuis le lancement de ChatGPT

Capitalisations boursières en milliards de dollars



Sept sociétés ont gagné \$2 700 Vs. 493 autres ont perdu \$2 000

### DES THÉMATIQUES STRUCTURELLEMENT PORTEUSES

**Si les « sept magnifiques » vacillent en 2024, ils entraîneront sûrement avec eux les indices.**

Pour autant, nous considérons qu'il y a de nombreuses opportunités d'investissement attractives, si l'on regarde à un niveau en-dessous des indices et des poids lourds.

De manière empirique, toutes zones géographiques et thématiques confondues, nous observons que les sociétés de petites et moyennes capitalisations ont souffert d'un large désintérêt des investisseurs, décorrélées de leurs performances opérationnelles, plutôt très honorables. Ainsi, le Russel 2000 a sous-performé de -11,1% par rapport au S&P 500 depuis le début de l'année.

Sous un angle davantage thématique, **la santé, la transition énergétique et les bénéficiaires indirects de l'IA générative** nous paraissent des sujets à explorer pour 2024, en fonction de l'horizon de temps et de l'appétit pour le risque des investisseurs. Ces trois thèmes ont en commun plusieurs éléments : ce sont **des thématiques structurellement porteuses**, elles ont enregistré **une contreperformance significative** en 2022 et elles présentent désormais **des niveaux de valorisations très attractifs**. Concernant la transition énergétique, le PE du S&P Global Clean Energy Index est repassé sous sa moyenne 10 ans (19.8 x le PE NTM - Next Twelve Months - contre 22.2x).

Bien que les deux premières thématiques -

santé et transition énergétique - peuvent souffrir du bruit médiatique autour des élections aux États-Unis, les attentes sont désormais faibles, et **tout regain d'actualité, tout catalyseur pourrait se traduire par de forts rebonds**. Si ce n'est pas le cas, alors pour l'investisseur patient, cela ne sera qu'une **opportunité de construire graduellement une position** qui à notre sens devrait être centrale dans toute allocation actions pour le moyen terme.

1. En Bourse, l'espoir ne constitue pas une stratégie.

- ▶ **Se tenir sous les radars pourrait être l'une des clés d'un investissement en actions réussi en 2024**
- ▶ **Nous percevons les gains de productivité et l'opportunité liés à l'IA générative mais les attentes du marché semblent manquer de mesure**
- ▶ **La santé, la transition énergétique et les bénéficiaires indirects de l'IA générative nous paraissent des thématiques à explorer**

---

**AVERTISSEMENT :**

**COMMUNICATION PUBLICITAIRE :** Ceci est une communication marketing.

Décembre 2023. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.



**EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au

capital de 11.033.769 euros - Numéro d'agrément AMF GP

04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)



EDMOND  
DE ROTHSCHILD

ON NE  
SPÉCULE PAS  
SUR L'AVENIR.  
ON LE  
CONSTRUIT.

EDMOND DE ROTHSCHILD  
L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.