

# Pris dans les taux !



## Perspectives d'investissement 2024

**Document non contractuel destiné à des investisseurs professionnels au sens de la Directive Européenne MIF.**

Fourni à titre d'information, le présent commentaire offre une vue globale de l'évolution récente de la conjoncture économique. Il s'agit d'un support marketing qui ne constitue ni un conseil d'investissement ni une recommandation

d'achat ou de vente d'investissement à destination des lecteurs. Il n'a pas été préparé conformément aux obligations légales censées promouvoir l'indépendance en recherche en investissement et n'est soumis à aucune interdiction en matière de négociation préalablement à sa diffusion.

# Sommaire

---

<b>Édito</b>	<b>03</b>
<b>Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement</b>	<b>05</b>
<b>Enjeux essentiels</b>	<b>10</b>
<b>Analyses</b>	
Refinancement du « mur de financement » hérité de la COVID	<b>14</b>
Décryptage de l'anomalie <i>value</i> sur les marchés actions européens	<b>18</b>
Une diversification intelligente via des expositions thématiques	<b>22</b>

Fourni à titre d'information, le présent commentaire offre une vue globale de l'évolution récente de la conjoncture économique. Il s'agit d'un support marketing qui ne constitue ni un conseil d'investissement ni une recommandation d'achat ou de vente d'investissement à destination des lecteurs. Il n'a pas été préparé conformément aux obligations légales censées promouvoir l'indépendance en recherche en investissement et n'est soumis à aucune interdiction en matière de négociation préalablement à sa diffusion. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis.

# Édito

---

Édito

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse obligataire

Analyse actions

Analyse gestion  
diversifiée



# Édito de notre Directeur des investissements

Bienvenue à la présentation de nos Perspectives 2024, qui reprennent les principales conclusions de notre Forum stratégique trimestriel. J'ai donc le plaisir de vous présenter nos réflexions sur l'économie mondiale et les marchés financiers internationaux pour l'année à venir.

Si toute perspective est empreinte d'incertitude, la trajectoire pour 2024 pourrait se révéler encore plus incertaine que d'habitude. Divers scénarios économiques et de marché restent possibles, d'un environnement de « taux durablement plus élevés » - l'anticipation actuelle des marchés - jusqu'à un retour potentiel à un scénario de « taux durablement plus faibles ». Cette dernière hypothèse nous semble très peu probable, étant donné la dynamique actuelle très différente de celle des années 2010, caractérisée par une mondialisation effrénée et des politiques budgétaires rigoureuses.

En fait, selon nous, la décennie à venir ne ressemblera en rien à la précédente. Avec l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les primes de risque, les investisseurs vont devoir repenser leur allocation d'actifs stratégique. Sur un plan plus tactique, nous privilégions actuellement un positionnement défensif dans les portefeuilles. Cela reflète la divergence que nous observons entre le scénario optimiste anticipé par les marchés et nos propres craintes concernant le risque élevé de récession et la poursuite de la désinflation.

La hausse des taux d'intérêt et le renchérissement du coût du capital sont problématiques pour les marchés boursiers et les segments les plus risqués du crédit, qui pourraient pâtir d'une augmentation des défauts de paiement et d'une pentification des courbes de crédit. Cependant, nous pensons que les obligations ont fait leur grand retour. Les obligations à haut rendement rapportent aujourd'hui autant que les performances historiques des actions. Nous préférons privilégier la partie intermédiaire de la courbe (1-7 ans) et les titres de bonne qualité. Nous comptons également accroître notre exposition à la durée puisque la prime de terme est positive. Cette tendance plaide également en faveur des obligations de qualité (*investment grade*).

Dans l'ensemble, les marchés obligataires mondiaux offrent des opportunités intéressantes, mais la sélectivité s'impose. Nous retenons surtout la courbe des bons du Trésor américain, certains segments des grands marchés obligataires européens, comme le Royaume-Uni et l'Allemagne, les obligations privées *investment grade* et les crédits titrisés. S'agissant des marchés émergents, nous faisons la part belle aux marchés « de meilleure qualité », comme l'Inde.

La réduction des taux de la Réserve fédérale peut être très favorable aux performances des marchés émergents, comme au début des années 1990. Avec les baisses de taux anticipées aux États-Unis au second semestre 2024, voire des baisses allant au-delà des prévisions des marchés, les marchés émergents (actions ou dette locale) devraient être un élément clé dans la réflexion des investisseurs.

Nous voulons insister sur une chose : les investisseurs doivent chercher à atténuer les risques que nous venons de citer en assurant une « diversification intelligente » qui ne dépende pas excessivement de la corrélation entre les taux et les actions.

« À plus court terme, le scénario de taux d'intérêt « durablement plus élevés » pourrait être remis en question par la poursuite de la désinflation et la matérialisation d'une récession. »



**Xavier Baraton**

Directeur des investissements

# Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement

---

Édito

Macroéconomie

Enjeux essentiels

Analyse obligataire

Analyse actions

Analyse gestion  
diversifiée



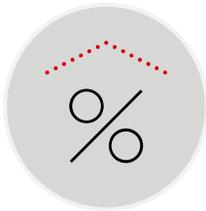
# Perspectives macroéconomiques et conséquences d'investissement

Le durcissement rapide des conditions monétaires et de crédit a propulsé les taux d'intérêt à la hausse. La croissance pourrait en souffrir en 2024, un scénario auquel les marchés ne sont peut-être pas complètement préparés.

Les marchés financiers se sont montrés assez schizophrènes courant 2023, craignant parfois un atterrissage brutal, un atterrissage en douceur, voire pas d'atterrissage du tout.

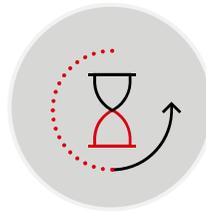
La résilience surprenante de l'économie américaine cette année s'explique par le niveau élevé de l'épargne excédentaire - le « bas de laine » accumulé par les ménages pendant la pandémie - qui a continué à soutenir les dépenses de consommation.

Graphique 1 : Principaux thèmes en 2024



## Pris dans les taux

Les conditions monétaires et de crédit se sont nettement durcies. Cela freine l'inflation mais risque aussi d'endommager d'autres pans du système.



## Nouveau paradigme

Nous sommes dans un nouveau régime économique caractérisé par une politique monétaire plus restrictive et une politique budgétaire plus active. Cela implique des dynamiques macroéconomiques différentes, une inflation plus forte et des taux d'intérêt plus élevés.



## Croissance défensive

Les marchés anticipent un atterrissage en douceur. Mais avec le ralentissement du cycle et la baisse de l'inflation, « les obligations ont fait leur grand retour ». Nous privilégions les stratégies défensives dans les portefeuilles.

Les bénéficiaires des entreprises ont également bien résisté, ces dernières ayant pu majorer leurs prix dans un contexte d'inflation plus élevée et placer leurs liquidités à des taux plus rémunérateurs. Ces forces deviennent progressivement moins importantes. Ainsi, elles n'éviteront pas la récession, mais elles l'ont retardée, selon nous.

En matière d'évolution des prix, nous prévoyons une poursuite de la désinflation aux États-Unis en 2024, comme dans les autres pays occidentaux. L'inflation des biens a déjà enregistré un reflux rapide et, malgré la volatilité probable des prix de l'énergie, cette tendance devrait selon nous se poursuivre. Les banquiers centraux s'intéressent davantage à l'inflation des services - et à son degré de « persistance ». Toutefois, après un resserrement rapide des taux d'intérêt et des conditions financières, tout porte à croire que l'inflation des services continuera à ralentir en 2024, sous l'effet de l'essoufflement des marchés du logement et de l'emploi.

Les données relatives à l'inflation seront probablement irrégulières, mais la tendance générale est à un retour progressif vers les objectifs d'inflation des banques centrales en 2024.

À plus longue échéance, plusieurs forces vont selon nous maintenir l'inflation à un niveau plus élevé à moyen terme que celui auquel nous étions habitués dans les années 2010.

Nous pensons nous diriger tout droit vers un nouveau paradigme, avec une inflation et des taux d'intérêt quelque peu supérieurs aux standards des années 2010. Cet environnement nous incite à adopter une approche défensive dans le cadre de notre stratégie d'investissement pour 2024.



## Vers un nouveau paradigme

Selon nous, dans le nouveau paradigme, les taux d'intérêt oscilleront autour de 3 % et les rendements obligataires autour de 4 %.

Dans la conjoncture économique des 12 à 18 prochains mois, les investisseurs continueront à se demander à quoi ressemblera la « nouvelle normalité » sur le plan macroéconomique et sur les marchés financiers.

Cette incertitude devrait entraîner une certaine volatilité sur les marchés en raison de l'irrégularité probable des données et des signaux contradictoires qu'elles renverront concernant le scénario d'atterrissage en douceur ou brutal de l'économie. Les bénéfices des entreprises, qui sont un moteur essentiel des grandes tendances macroéconomiques, seront scrutés et le niveau neutre des taux d'intérêt restera au centre du débat. Les tendances du marché du travail et en matière de productivité pourraient également faire basculer l'issue des choses.

Il n'est pas impossible que nous retombions dans un régime de taux d'intérêt durablement plus bas. Mais il faut reconnaître que les forces économiques qui nous ont conduits là où nous en sommes - mondialisation rapide de la macroéconomie, politiques budgétaires restrictives et niveaux élevés d'endettement - ont bien changé. Par exemple, l'année prochaine, qui sera jalonnée de nombreuses élections législatives dans le monde, peu d'hommes politiques feront campagne en proposant un programme d'austérité budgétaire digne des années 2010.

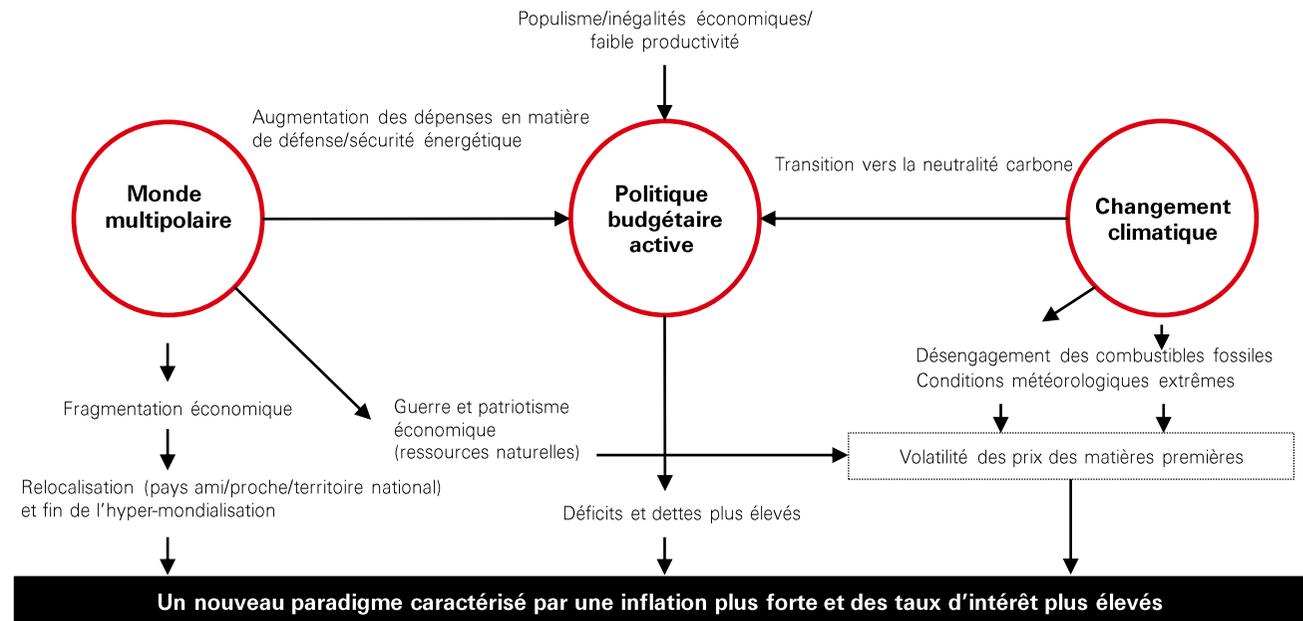
Selon nous, le nouveau paradigme possède trois caractéristiques clés :

1. Un nouveau monde multipolaire (et un ordre mondial plus fragmenté), qui met un terme à l'hyper-mondialisation.
2. Des politiques budgétaires plus volontaristes, sous l'effet des priorités politiques, à une époque marquée par le populisme, les préoccupations environnementales et le creusement des inégalités. Une situation qui contraste totalement avec les mesures d'austérité et la domination des politiques monétaires de la dernière décennie.
3. Politiques de lutte contre le changement climatique et de promotion de la transition vers la neutralité carbone.

Dans ce contexte, nous anticipons une volatilité accrue de l'offre et des taux d'inflation et d'intérêt structurellement plus élevés : plancher d'inflation à 2 %, des taux directeurs autour de 3 % et des rendements obligataires flirtant avec le seuil de 4 %. D'autre part, les phases de ralentissement économique risquent d'être plus fréquentes, car les banques centrales auront plus de mal à stimuler les économies face à une inflation plus élevée.

Les hypothèses sous-jacentes à ce nouveau paradigme sont au cœur de nos prévisions de performance à long terme et de nos projections pour les marchés financiers en 2024.

Graphique 2 : Nouveau paradigme - Au-delà du cycle macro, un environnement économique différent



Source: HSBC Asset Management, novembre 2023. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

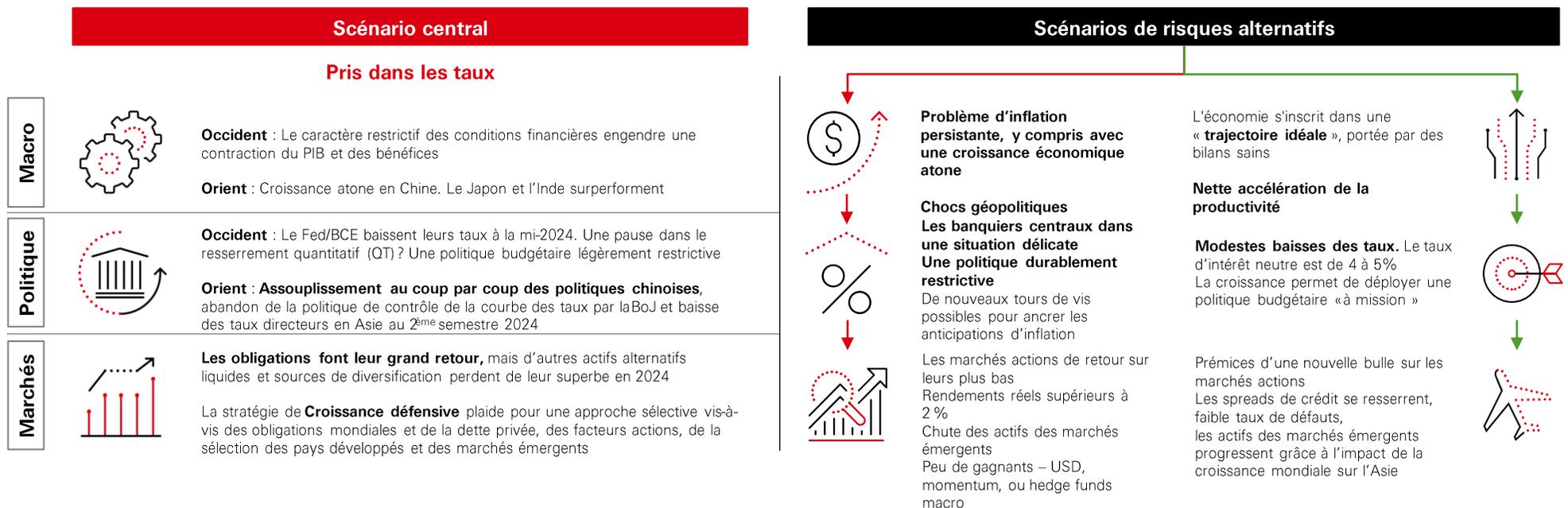


## Scénarios possibles

Notre scénario central intègre un risque élevé de ralentissement économique et une croissance des bénéfices des entreprises proche de 5%. Il est un peu moins optimiste que les perspectives intégrées dans les prix de marché actuels.

Selon notre scénario d'inflation, la baisse des taux d'intérêt débutera au second semestre 2024. La Fed pourrait même surprendre le marché en réduisant davantage les taux que ce qui est actuellement prévu, en fonction des tendances sur le marché du travail.

Graphique 3 : Scénarios central et alternatif



En zone euro, le repli de l'inflation s'est révélé étonnamment rapide ces derniers mois. Les points d'inflexion de la politique de la BCE interviennent généralement plus tard que ceux de la Fed, mais l'institution européenne pourrait changer de cap plus tôt en cas de performances économiques relativement médiocres.

En Chine, malgré les déboires économiques liés à la confiance en berne des ménages, à l'impact négatif des difficultés subies depuis plusieurs années par le secteur immobilier et à la détérioration des projections démographiques à long terme, nous pensons que les mesures de relance permettront à la croissance de ressortir aux alentours de 4,5% en 2024. Cependant, des mesures de soutien plus massives seront probablement nécessaires pour soutenir la reprise économique l'année prochaine. Quant à la Banque du Japon, nous pensons qu'elle abandonnera totalement sa politique de contrôle de la courbe des taux et mettra un terme aux taux d'intérêt négatifs vers la mi-2024, une fois que l'économie ne sera plus en déflation.

Compte tenu de notre scénario central pour les marchés, nous privilégions les obligations par rapport aux actions dans les portefeuilles diversifiés, et adoptons un positionnement de « croissance défensive » avec une préférence pour le facteur « qualité » et une grande sélectivité à l'égard des actions et des obligations privées. Nous recommandons également des stratégies de « diversification intelligente ». Elles peuvent prendre la forme d'une exposition systématique aux thématiques d'investissement ou d'une exposition aux marchés émergents.

Le risque de taux d'intérêt plus élevés est au cœur de nos scénarios de risque alternatifs, soit en raison de nouvelles contraintes du côté de l'offre, soit en raison d'une forte croissance de la productivité et d'une réduction limitée des dépenses des entreprises. Dans le premier scénario, les marchés enregistreraient des performances médiocres, tandis que dans le second de nombreuses classes d'actifs risquées pourraient engranger des gains.

Source: HSBC Asset Management, novembre 2023. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.



## Conséquences en matière d'investissement

Au vu des prix de marché actuels, les investisseurs continuent à anticiper un atterrissage en douceur et font fi du risque élevé de récession. Dans ce contexte, nous préconisons un positionnement défensif dans les portefeuilles d'investissement et estimons que les obligations ont « fait leur grand retour ».

Un fléchissement de l'économie et la désinflation devraient constituer un environnement favorable aux emprunts d'État et éprouvant pour les actions. Certains segments du marché obligataire mondial offrent selon nous de bonnes opportunités, à condition de se montrer sélectif. Nous retenons surtout la courbe des bons du Trésor américain, certains segments des grands marchés obligataires européens, comme le Royaume-Uni et

l'Allemagne, les obligations privées *investment grade* et les crédits titrisés.

Selon nous, les actions américaines sont confrontées à deux défis majeurs qui incitent à la prudence. Tout d'abord, les prévisions de croissance des bénéfices pour 2024 sont supérieures à 3 fois celle du PIB nominal, ce qui est élevé pour une fin de cycle. Deuxièmement, les multiples de valorisation semblent désormais élevés par rapport aux marchés des emprunts d'État.

Les actions européennes étant moins chères que leurs homologues mondiales, leur potentiel de baisse pourrait donc être limité, sauf en cas de récession sévère.

S'agissant des marchés développés, nous pensons que les actions japonaises pourraient surperformer grâce à des valorisations attractives, à l'abandon de la politique monétaire non conventionnelle et à une économie sous forte pression. Le marché nippon bénéficie également de tendances structurelles

favorables à long terme, comme la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, les nouveaux investissements dans les semi-conducteurs et les réformes des entreprises.

En ce qui concerne les marchés émergents, nous pensons que le profil individuel des entreprises justifie une analyse poussée des fondamentaux, de la visibilité des bénéfices et des performances ajustées du risque. Même si l'histoire se répète rarement à l'identique, nous savons qu'un cycle de réduction des taux de la Fed peut être très favorable aux performances des marchés émergents, comme au début des années 1990. Par conséquent, avec les baisses de taux de la Fed anticipées au second semestre, les investisseurs doivent absolument garder les marchés émergents dans leur ligne de mire en 2024.

Dans un tel contexte, les obligations indiennes, les obligations mexicaines et les actions A chinoises seraient nos choix favoris sur les marchés émergents en 2024.

Graphique 4 : Opinions par classe d'actifs

Actions		Emprunts d'État		Obligations privées		Matières premières, actifs alternatifs et devises		Actifs asiatiques	
Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion	Classe d'actifs	Notre opinion
Monde	▼	Monde	↔/▲	Oblig. mondiales <i>investment grade</i> (IG)	↔/▲	Or	▲	Emprunts d'État pan-asiatiques	▲
États-Unis	▼	États-Unis	▲	IG USD	↔/▲	Cuivre	▼	Actions asiatiques (hors Japon)	▲
Royaume-Uni	▼	Royaume-Uni	▲	IG EUR & GBP	▲	Immobilier coté	▲	Chine	▲
Zone euro	▼	Bunds à 10 ans (Allemagne)	↔	IG - Asie	↔/▲	Infrastructures	▲▲	Inde	↔/▲
Japon	▲	Périphérie zone euro	▼	Obligations à haut rendement Monde	↔	Hedge funds (fonds alternatifs)	↔/▲	ASEAN (Asie du Sud-Est)	▲
Marchés émergents	↔/▲	Japon	▼	Haut rendement USA	↔/▼	Capital-investissement (entreprises non cotées)	↔	Hong Kong	↔/▲
Amérique latine	↔	Obligations indexées sur l'inflation	▲	HY Europe	↔/▼	Dollar américain	▼	Devises - Asie	▲
Pays frontières	▲	Marchés émergents (en devise locale)	▲▲	Haut rendement Asie	↔/▲	Crypto	↔		
				Crédit titrisé	▲				

▲ Positif ↔ Neutre ▼ Négatif

Source : HSBC Asset Management, novembre 2023. Notre opinion correspond à une vue au-delà de 12 mois sur les investissements dans les grandes classes d'actifs au sein de nos portefeuilles. Les opinions reflètent nos prévisions de performance à long terme, notre processus d'optimisation des portefeuilles et leurs positions réelles. Ces opinions sont uniquement fournies à des fins d'information et ne constituent pas un conseil ou une recommandation d'achat ou de vente d'investissements. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

# Enjeux essentiels

---



# Enjeux essentiels

## Les hedge funds gardent-ils encore l'avantage ?

Les hedge funds - qu'il s'agisse de fonds actions long/short, event-driven, macro, de crédit ou encore les stratégies CTA - ont toujours démontré leur capacité à diversifier leur allocation d'actifs pendant les phases de baisse des marchés ou les périodes de stress.

Ces derniers temps, malgré la hausse sans précédent des taux d'intérêt, la corrélation entre les hedge funds et les allocations diversifiées typiques est restée négative (Graphique 1). En outre, leurs performances ont bien résisté au cours de la période, certaines stratégies ayant même bénéficié de l'évolution de la conjoncture macroéconomique (Graphique 2). Par exemple, les fonds dédiés au crédit ont enregistré des performances plus élevées, de l'ordre de 5,4 % sur 12 mois, contre une performance annualisée moyenne sur trois ans proche de 4,6 %.

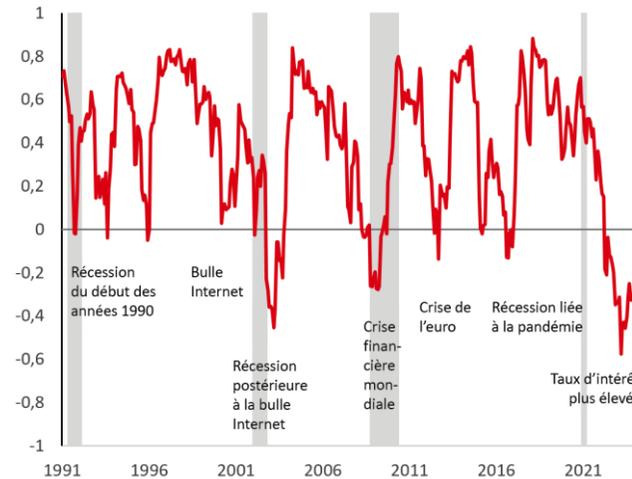
Cela s'explique essentiellement par la hausse des taux d'intérêt et par les mouvements importants observés sur les marchés obligataires, qui ont créé un environnement propice aux fonds axés sur le crédit.

De plus, lorsque les taux d'intérêt sont élevés, de nombreuses positions de hedge funds peuvent prendre la forme d'instruments monétaires, rapportant un taux d'intérêt plus élevé et contribuant à leurs performances. Quoiqu'il en soit, nous observons également une grande dispersion des performances entre les stratégies de hedge funds.

Les fonds *event driven*, par exemple, qui cherchent souvent à tirer profit des opérations sur titres - comme des fusions-acquisitions -, ont souffert de la baisse d'activité ces deux dernières années dans un environnement peu propice à l'emprunt et aux opérations capitalistiques.

De même, les stratégies macro ont sous-performé l'univers des hedge funds sur un an et sur trois ans.

**Graphique 1 : Corrélation entre un hedge fund et un portefeuille 60/40**



Source : HSBC AM, données Macrobond et Preqin, septembre 2023.

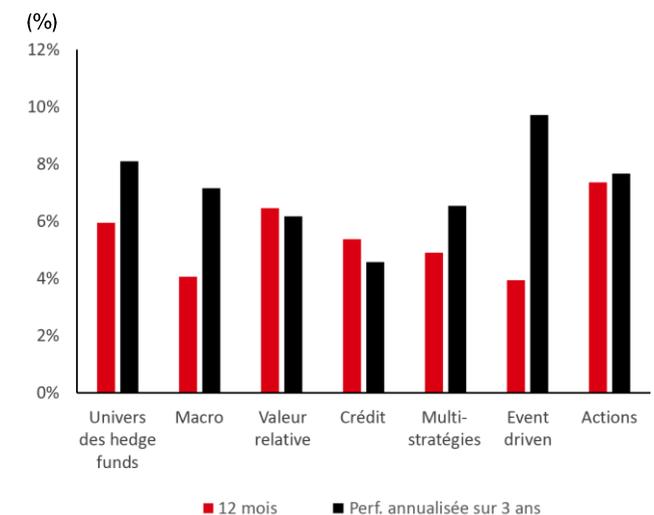
**Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

<sup>1</sup> « Hedge funds performance update: Août 2023 » (preqin.com).

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

Si l'on se penche sur leur historique, on observe une dispersion relativement importante des résultats pour chaque style de hedge funds, tant sur des marchés haussiers que baissiers. Ce constat confirme le rôle crucial de la sélectivité dans la mise en œuvre de stratégies de « diversification intelligente » en faveur des actifs alternatifs. Il démontre également qu'une approche multi-styles/multi-gérants est une option intéressante pour les investisseurs.

**Graphique 2 : Performance des hedge funds à gérant unique<sup>1</sup>**





## Quel est l'impact d'un dollar fort et de taux américains plus élevés sur les marchés émergents ?

Historiquement, la baisse de la liquidité en dollar et le ralentissement de la croissance économique chinoise n'ont pas été de bon augure pour les marchés émergents, et ces facteurs expliquent en partie leur contre-performance depuis que la Fed a commencé à relever ses taux d'intérêt en mars 2022.

Toutefois, en 2023, le scénario dominant pour les marchés émergents est passé d'une faiblesse généralisée à des performances nuancées. Certains segments, comme l'Inde et le Mexique, continuent d'enregistrer de très bonnes performances. Ce qui prouve qu'il est essentiel d'exploiter ces tendances individuelles et d'adopter une approche de gestion active.

Il faut aussi garder à l'esprit que les marchés financiers évoluent en fonction des tendances futures. Nous savons qu'un cycle de baisse des taux américains peut être très favorable aux performances des marchés émergents, comme au début des années 1990, lorsque les baisses de taux de la Fed avaient dopé les flux de capitaux vers ces marchés (Graphique 3).

Même si l'histoire ne se répète pas à l'identique, l'éventualité d'une réduction plus rapide que prévu de la part de la Fed au second semestre 2024 devrait inciter les investisseurs à surveiller de près les marchés émergents l'année prochaine - notamment les obligations de l'Inde et du Mexique, ainsi que les actions A chinoises.

## Quelle est la situation des actions américaines par rapport aux obligations pour les 12 prochains mois ?

Si l'on compare les actions et les obligations américaines, deux dynamiques négatives pèsent sur les premières.

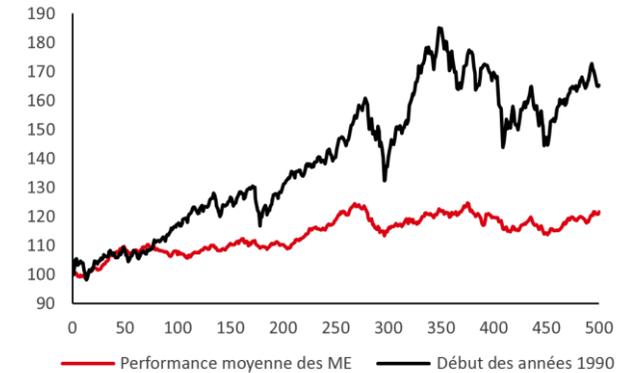
1. En matière de bénéfices, la croissance est attendue à environ 12 % en 2024, soit plus de trois fois celle du PIB nominal - un chiffre excessif pour la phase finale d'un cycle économique.
2. Les multiples de valorisation semblent tendus par rapport aux emprunts d'État, qu'il s'agisse des rendements réels, qui témoignent d'une prime de risque faible en faveur des actions, ou du rendement à 30 ans en utilisant une approche reposant sur le modèle de la Fed (Graphique 4).

Cette situation se produit alors même que la prime de risque des obligations américaines augmente, une situation que nous avons baptisée « l'histoire des deux primes de risque » - à savoir une prime de risque croissante pour les obligations et une prime en baisse pour les actions.

Dans ce contexte, la prudence est de mise vis-à-vis des actions américaines et nous privilégions les obligations dans le cadre d'une allocation tactique.

Graphique 3 : Les marchés émergents peuvent signer de belles performances après le dernier tour de vis de la Fed

Performance des ME (présentée sous forme d'indice) après le dernier relèvement des taux de la Fed

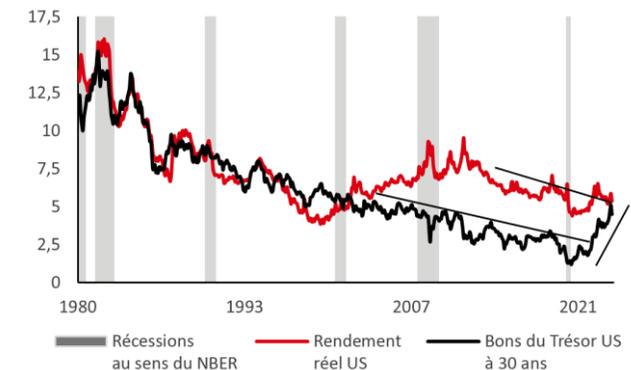


Source : HSBC AM, données Macrobond, novembre 2023.

**Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures..**

Graphique 4 : Le modèle de la Fed met en évidence un problème de valorisation pour les actions

Modèle de la Fed, en %



Source : HSBC AM, données Macrobond, novembre 2023.

**Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**



## Quelles tendances ESG surveillez-vous ?

L'année prochaine, nous pensons que la mise en œuvre des cadres de référence sectoriels va monter en puissance, notamment sur la transition climatique et les informations à communiquer sur la durabilité, et que les risques systémiques - comme la préservation du capital naturel, la croissance inclusive et l'usage responsable de l'intelligence artificielle - feront l'objet d'analyses plus poussées.

Par exemple, des exigences locales vont probablement être imposées concernant la divulgation des plans de transition en Asie et dans d'autres juridictions, dans le sillage de l'annonce récente des nouvelles normes du Conseil international des normes IFRS sur la durabilité (ISSB), ou encore l'obligation d'information sur les risques climatiques édictée par la SEC américaine et le groupe de travail britannique sur les plans de transition. L'homogénéité accrue des cadres de référence mondiaux permettra de responsabiliser les entreprises quant à leurs impacts, quel que soit l'endroit où elles exercent leurs activités.

Autre événement survenu cette année, les grèves massives subies par un grand groupe pétrolier, qui ont déstabilisé les prix du gaz. Des initiatives similaires devraient se multiplier en raison de la volonté de la main d'œuvre d'avoir voix au chapitre et de contribuer à une « transition juste » qui ne désavantage aucune zone géographique ni aucun segment de la population. Par conséquent, la croissance inclusive sera probablement de plus en plus au cœur des discussions entre les entreprises et les investisseurs.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

De plus, nous tablons sur une croissance continue des investissements en faveur de la transition climatique, tant sur les marchés privés que publics, avec un rôle clé à jouer pour les sociétés de gestion d'actifs. Les entreprises du secteur des énergies renouvelables ont particulièrement souffert de la remontée des taux d'intérêt au cours de l'année écoulée, en raison de modèles économiques encore jeunes et généralement gourmands en capital. Cependant, la vigueur de la demande et le potentiel de croissance qui en découlera restent prégnants dans un large éventail d'applications.

Si la biodiversité et le capital naturel sont corrélés au changement climatique, ces deux thématiques se trouvent manifestement à des stades très différents en vue d'une mise en œuvre dans l'industrie. Toutefois, un consensus continue à émerger et nous pensons les entreprises ayant un impact significatif sur la nature seront de plus en plus nombreuses à adopter le cadre de référence du Groupe de travail sur la communication financière liée à la nature (TNFD), lancé en 2023.

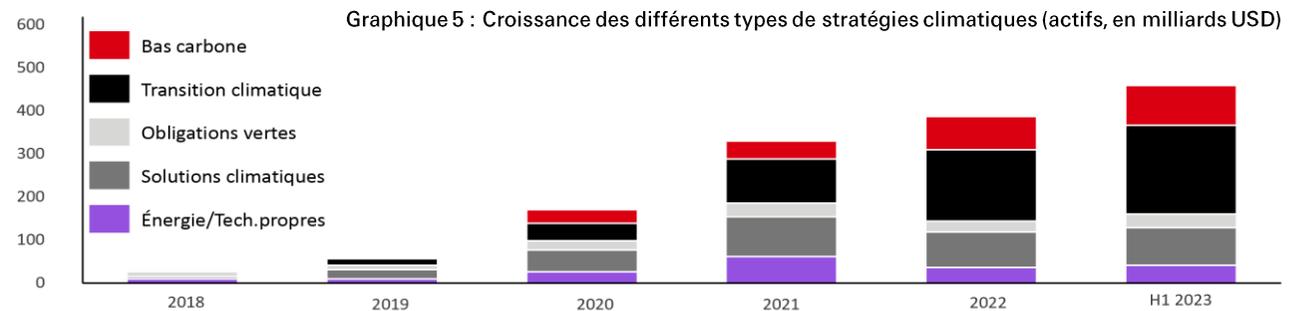
La confiance accordée aux technologies et aux données est un autre sujet de plus en plus brûlant et le développement d'outils comme l'intelligence artificielle est désormais suivi de près. De grandes entreprises technologiques ont commencé à proposer des résolutions à leurs actionnaires sur leur gouvernance responsable de l'IA. Cette question va probablement gagner en importance lors de la saison des votes par procuration de 2024 et les entreprises s'en préoccupent vraiment, qu'elles la considèrent comme une opportunité ou comme un risque.

## Qu'en est-il des efforts d'adaptation pour faire face aux impacts climatiques existants ?

Selon le Rapport sur le déficit d'adaptation au climat publié cette année par le programme des Nations Unies pour l'environnement, les progrès en la matière ralentissent alors qu'ils devraient s'accélérer pour lutter contre les effets croissants du dérèglement climatique. Ce ralentissement se traduit par un creusement continu du déficit de financement des mesures d'adaptation, qui est estimé entre 194 et 366 milliards de dollars par an.

Le manque de mesures d'adaptation et de financement accroît les risques induits par le changement climatique. Au-delà des risques encourus en termes de vies humaines et de biens physiques, l'impact se fait aussi ressentir au niveau de l'approvisionnement en denrées alimentaires et en matériaux de base. Ces risques pourraient alimenter les pressions inflationnistes et freiner la croissance économique dans les années à venir.

Le besoin d'investissements dans les infrastructures est criant, et c'est en Asie que l'on constate les principales opportunités, avec près d'un tiers du déficit mondial en infrastructures, estimé à 15000 milliards de dollars. Les investisseurs et les sociétés de gestion d'actifs auront un rôle majeur à jouer pour développer à grande échelle des infrastructures durables.



Source : Morningstar Direct, Recherche Morningstar, à fin juin 2023

# Refinancement du « mur de financement » hérité de la COVID

---



# Refinancement du « mur de financement » hérité de la COVID

« Les financements opportunistes obtenus à des taux bas pendant et juste après la pandémie ont érigé un « mur de financement » pour 2024-2026, lequel pourrait compliquer les refinancements ou imposer un désendettement. »



Les entreprises les plus vulnérables à l'augmentation du coût de refinancement de la dette à court terme sont celles des secteurs à forte intensité capitalistique, les banques de moindre qualité, les sociétés de placement immobilier cotées (REIT) et les catégories les moins bien notées du segment à haut rendement.

C'est en Asie que le mur de financement est le plus pentu, mais c'est aussi dans cette région que les émetteurs peuvent vraiment exploiter les marchés locaux, en particulier en Chine et en Inde où les coûts de financement sont plus modestes et le marché bien établi.

La dernière phase d'expansion économique a été alimentée non pas par les bilans mais par les revenus, et ce sont donc les perspectives bénéficiaires qui détermineront la capacité des entreprises à faire face aux échéances à venir. Ceci devrait être gérable, notamment si le scénario économique plutôt favorable qui est anticipé finit par se matérialiser.

**Certains émetteurs ayant davantage recours à des sources de financement alternatives pourraient franchir le mur de financement. Cette tendance pourrait offrir un soutien technique aux marchés du crédit en 2024, avec une offre qui se raréfie et une demande croissante de rendements plus élevés.**

Comme le montre le Graphique 1, le mur de financement va gagner en importance aux quatre coins du monde en 2024-25, mais la situation des marchés développés occidentaux n'est pas particulièrement inquiétante, même si certains secteurs pourraient subir quelques tensions.

Graphique 1 : Un mur de financement qui ne cesse de croître

Secteur	Taille du marché (en milliards USD)	Maturités 2024	Maturités 2025	2024-2025	Remarques
Obligations <i>Investment Grade</i> - USA	8062	745	888	20 %	Principalement les secteurs de l'automobile et des banques et les émissions post-Covid de certains secteurs
Obligations <i>Investment Grade</i> - Europe	3361	319	380	21 %	Automobile, distribution et biens d'équipement
Obligations <i>Investment Grade</i> - Asie	836	144	147	35 %	Financières et entreprises d'État chinoises, financières et entreprises privées coréennes
Obligations à haut rendement - USA	1350	34	99	10 %	Part importante de titres notés BB, mais le montant global est élevé (la moyenne 2016-2022 était d'environ 5 %)
Prêts à effet de levier - USA	1340	22	107	10 %	Les titres notés B3 et en-dessous représentent une part importante des besoins de refinancement
Obligations à haut rendement - Asie	120	28	24	43 %	Immobilier chinois, entreprises indiennes
Obligations à haut rendement - Europe	403	48	61	26 %	Part importante d'émissions notées BB

Source : HSBC AM, données Bloomberg, novembre 2023.



**Aux États-Unis, le mur de financement devrait augmenter ces deux prochaines années, mais nous pensons que la grande majorité des émetteurs *Investment Grade* sont capables d'absorber des coûts de financement plus élevés. Le refinancement constitue un risque croissant sur le segment du haut rendement, mais de nombreux émetteurs ont profité de l'amélioration des conditions financières en 2023 pour gérer les échéances à court terme.**

Le mur de financement du segment *investment grade* américain devrait augmenter de 21 % en glissement annuel en 2024 (à 136 milliards de USD). Environ la moitié de cette augmentation est imputable au secteur bancaire, en raison du renforcement des réglementations et des normes Bâle III. Concernant les entreprises non-financières, l'augmentation des échéances est due aux émissions massives effectuées pour lutter contre la Covid en 2020 et en 2021.

Le contexte macroéconomique et la volatilité du marché auront un impact majeur sur les dernières émissions en 2024, mais le risque de refinancement devrait être gérable pour la plupart des émetteurs *Investment Grade*. Quelques segments sont plus vulnérables, notamment les banques régionales, les sociétés de placement immobilier cotées (REIT) et certains émetteurs industriels. Concernant les obligations à haut rendement, les taux de défaut devraient continuer à augmenter, mais les risques semblent surtout concentrés dans certains secteurs comme les médias et la santé. En outre, le mur de financement concerne essentiellement les émetteurs BB de meilleure qualité, qui devraient bien résister à la hausse des coûts d'emprunt.

Le rythme et l'ampleur des tensions sur le marché en 2024 et les années suivantes seront plus dictés par l'évolution des bénéfices que par celle des coûts de financement. Nous pensons que les marchés du crédit américains bénéficieront probablement d'une configuration technique relativement favorable l'année prochaine, en particulier si une récession profonde est évitée.

**Graphique 2 : Maturités des obligations US *Investment Grade* (en milliards USD)**

Secteur	2024	2025	% du mur de maturité 2024-2025	Variation 2024/2025
Banque	317	354	41 %	12 %
Consommation non-cyclique	74	93	10 %	26 %
Consommation cyclique	70	94	10 %	34 %
Technologie	52	64	7 %	23 %
Électrique	35	39	5 %	11 %
Assurance	35	35	4 %	0 %
Biens d'équipement	34	42	5 %	24 %
Énergie	30	45	5 %	50 %
Communication	24	37	4 %	54 %
Sociétés financières	19	16	2 %	-16 %
Industrie de base	14	19	2 %	36 %
Sociétés de placement immobilier cotées (REITs)	13	15	2 %	15 %
Transport	12	15	2 %	25 %
Courtage/Gestion d'actifs/Bourses	9	14	1 %	56 %
Finance	395	434	51 %	10 %
Entreprises non-financières	350	454	49 %	30 %
<b>Total</b>	<b>745</b>	<b>888</b>	<b>-</b>	<b>19 %</b>

Source : HSBC AM, données Bloomberg, novembre 2023.

**Graphique 3 : Maturités des obligations IG en EUR (en milliards USD)**

Secteur	2024	2025	% du total des obligations	Variation 2023/2025
Automobile	26	24	37 %	-29 %
Industrie de base	15	19	26 %	45 %
Biens d'équipement	16	20	29 %	25 %
Biens de consommation	21	23	24 %	55 %
Énergie	13	13	25 %	17 %
Santé	15	18	20 %	15 %
Média	3	4	20 %	-5 %
Immobilier	12	20	19 %	76 %
Distribution	9	8	28 %	37 %
Services	6	3	31 %	-4 %
Technologie	5	10	25 %	31 %
Télécommunications	14	15	21 %	4 %
Transport	12	13	17 %	10 %
Services aux collectivités	23	33	20 %	70 %
Dette senior non-financière	200	228	23 %	20 %
Dette hybride non-financière	10	12	14 %	34 %
<b>Total des secteurs non-financiers</b>	<b>210</b>	<b>241</b>	<b>37 %</b>	<b>54 %</b>

Source : HSBC AM, données Bloomberg, novembre 2023.

« Nous n'anticipons pas une généralisation des problèmes, mais certains marchés pourraient connaître des tensions ».



**Les murs de financement sur les marchés européens *investment grade* et *high yield* semblent gérables. Toutefois, certains segments du segment *high yield* comme l'automobile, la chimie, la distribution et l'immobilier pourraient subir des tensions accrues.**

Après des émissions record en 2020 et 2021 motivées par un environnement de taux bas et le programme CSPP de la BCE (achat d'obligations privées), l'offre a été atone en 2022, s'est quelque peu redressée cette année et devrait continuer sur sa lancée en 2024. Les émetteurs *investment grade* et *high yield* disposent de liquidité abondantes et d'engagements sur des lignes de crédit, mais les indicateurs de crédit - après avoir atteint de très bons niveaux - pourraient légèrement se détériorer, notamment les ratios de couverture. En outre, il sera important de surveiller des secteurs définis tels que l'automobile et la santé, avec des échéances en 2024 et 2025 qui vont plus que doubler.

En Europe, les indicateurs de crédit des titres *investment grade* sont d'excellente qualité, avec un endettement faible, des soldes de trésorerie élevés et des marges à des niveaux record - autant de caractéristiques qui devraient limiter le nombre d'« anges déchus » l'année prochaine.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.



Les obligations privées à haut rendement se sont redressées depuis la pandémie, grâce à des mesures de désendettement et à la croissance des bénéficiaires. Cependant, l'affaiblissement des économies pourrait à nouveau peser sur les fondamentaux des entreprises. Les titres les plus faibles restent fragilisés dans un contexte de hausse des taux, mais grâce à des soldes de trésorerie élevés, les taux de défaut ne devraient augmenter que de manière modérée. Les sociétés de placement immobilier cotées sont particulièrement sous pression, les cessions d'actifs et à la recherche de sources alternatives de refinancement restent une priorité pour la plupart des acteurs.

**Accéder à la dette *onshore*, moins coûteuse, est une priorité pour les émetteurs asiatiques en USD qui sont confrontés à un mur de financement particulièrement abrupt, ce qui, dans un contexte de taux élevés en dollar américain, devrait entraîner une nouvelle contraction de la taille du marché en 2024.**

Compte tenu des taux d'intérêt élevés aux États-Unis et de l'aversion au risque des investisseurs sur le marché des obligations chinoises à haut rendement, les sources de financement alternatives sont devenues plus intéressantes pour de nombreux émetteurs sur le marché obligataire asiatique en USD. En 2023, les obligations de plusieurs secteurs ont été refinancées via des prêts bancaires, des cessions d'actifs, des liquidités internes ou encore par des émissions obligataires en devise locale. Sur le plan géographique, la Corée a fait figure d'exception avec des volumes d'émission plus élevés, en raison de coûts de financement plus élevés qu'en USD une fois reconvertis en KRW.

Selon nous, le risque de refinancement des émissions asiatiques domestiques *investment grade* est globalement gérable. Dans cet univers, nous tablons sur une résorption du gisement d'obligations privées chinoises *investment grade* en raison de la disponibilité de financements *onshore* relativement attractifs, sur un marché obligataire national profond et très liquide. Parallèlement, nous pensons que l'activité des établissements financiers restera soutenue, en particulier des banques et des bailleurs de fonds bancaires chinois et coréens.

Dans l'univers des obligations à haut rendement asiatiques, nous pensons également que les émissions chinoises seront atones, et ce sont surtout les entreprises dont les difficultés de refinancement sont bien connues qui seront mises à mal.

**Graphique 4 : Maturités des obligations asiatiques *Investment Grade* en USD (en milliards USD)**

Secteur	2024	2025	% du mur d'échéance 2025	Variation 2024/2025
Chine - Émissions senior du secteur bancaire	24	27	18 %	10 %
Entreprises d'État chinoises	17	18	12 %	3 %
Chine - Véhicule de financement des collectivités locales	11	12	8 %	11 %
Chine - Leasing bancaire	8	5	3 %	-45 %
Chine - Immobilier	5	2	1 %	-59 %
Chine - Sociétés de gestion d'actifs	5	6	4 %	20 %
Chine - Émetteurs industriels	2	2	1 %	-10 %
HK - Entreprises et immobilier	6	4	3 %	-36 %
Corée - Banques et établissements financiers	10	15	11 %	51 %
Corée - Entreprises privées	3	3	2 %	-8 %
Corée - Émetteurs quasi-publics	3	6	4 %	97 %
Inde - Banques et établissements financiers	4	0	0 %	0 %
Inde - Entreprises	2	1	1 %	-53 %
Asie du Sud-Est - Banques	5	2	1 %	-60 %
Macao	0	2	1 %	0 %
AT1	0	1	1 %	-
T2	10	6	4 %	-37 %
TMT	6	10	7 %	59 %
Pétrole et gaz	8	11	7 %	30 %
Titres souverains	11	10	7 %	-13 %
Autres	3	6	4 %	135 %
<b>Total</b>	<b>144</b>	<b>147</b>		
<b>Émetteurs du secteur financier et souverains</b>	<b>78</b>	<b>71</b>	48 %	-8 %
<b>Entreprises non-financières</b>	<b>67</b>	<b>76</b>	52 %	14 %

Source : HSBC AM, données Bloomberg, novembre 2023.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

**Le reste du marché de la dette émergente présente une configuration similaire. Toutefois, les émissions en 2023 sont en hausse de 55 % par rapport à 2022, année où le marché primaire a été très calme et où l'offre nette est restée négative.**

Les émissions ont augmenté dans toutes les régions, mais surtout dans la région « ME&A » (Moyen-Orient et Afrique), et nous pensons que ce scénario va se répéter en 2024 avec une prédominance des émetteurs *Investment Grade*. En revanche, les émissions dans les pays d'Europe Centrale et de l'Est resteront négatives pour la troisième année. En Amérique Latine, elles demeureront assez faibles en raison des conditions toujours difficiles sur les marchés internationaux (comme en Asie) et des efforts considérables réalisés en matière de gestion du passif par de nombreux émetteurs au cours des années précédentes. Nous anticipons un rebond des émissions l'année prochaine, mais en termes d'émissions nettes, la région devrait rester en territoire négatif, ce qui serait le cas pour la septième année consécutive.

Dans l'ensemble, compte tenu des émissions nettes négatives dans l'univers des marchés émergents, les facteurs techniques devraient être positifs pour la classe d'actifs en 2024, malgré des risques élevés pour certains émetteurs individuels.

# Décryptage de l'anomalie *value* sur les marchés actions européens



# Décryptage de l'anomalie *value* sur les marchés actions européens

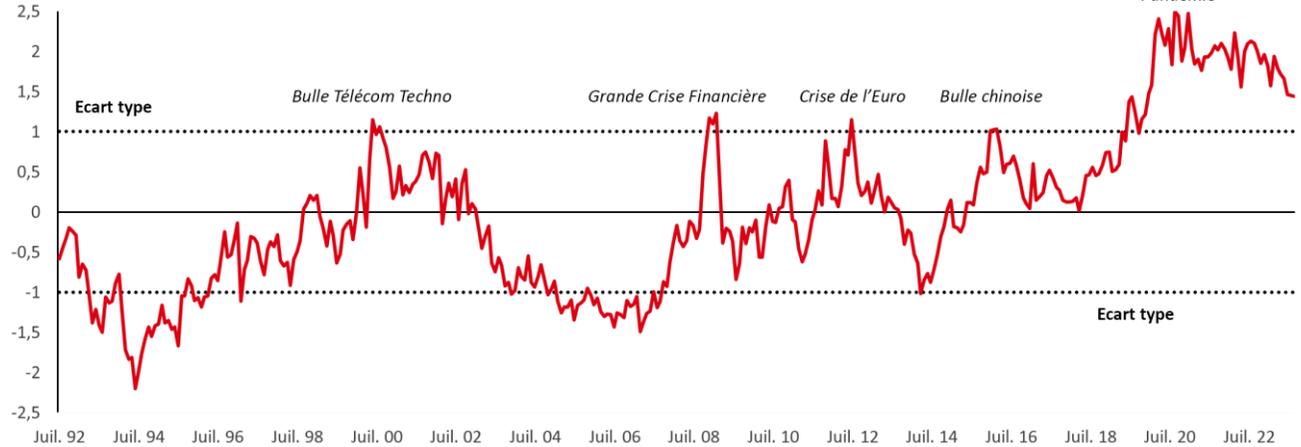
« Si l'on compare les valorisations relatives des actions décotées (*value*) et des valeurs de croissance au cours des deux dernières décennies, on constate que les titres *value* sont aujourd'hui 30 % moins chers et les valeurs de croissance 56 % plus chères. »



Sur les marchés actions, le débat de longue date entre les styles de gestion *growth* et *value* repose sur deux facteurs : la valorisation actuelle des entreprises et leurs performances économiques futures. La gestion *value* a fait ses preuves sur le long terme, en surperformant la gestion *growth* de 5,5 fois depuis 1963 sur le marché américain et, dans des proportions similaires, en Europe.

Toutefois, sur des périodes plus courtes, les valeurs de croissance peuvent s'imposer, ce qui coïncide souvent avec la formation progressive de bulles sur les marchés actions. Actuellement, en Europe, il faut savoir que les valeurs de croissance n'ont jamais été aussi chères par rapport aux valeurs décotées, même pendant la bulle Internet.

Graphique 1 : Écart de valorisation des titres *value* européens (ratio cours/valeur comptable : valeurs les plus/moins chères)



Source : HSBC AM, Eurostat, Refinitiv, septembre 2023.

Aujourd'hui, il semble que les investisseurs surestiment la croissance future des valeurs de croissance et sous-estiment celle des titres *value*. La sous-performance récente de ces derniers est imputable à divers facteurs, mais elle constitue surtout une anomalie de valorisation sans précédent. Cette divergence est connue sous le nom d'« écart de valorisation », lequel peut s'accroître si les titres moins chers deviennent encore moins chers, si les valeurs chères se renchérissent encore, ou une combinaison des deux.

Cet écart s'est creusé en raison des crises successives sur les marchés européens et a même atteint de nouveaux records au cours de la pandémie.

Plusieurs théories ont tenté d'expliquer cette anomalie. L'enchaînement des crises en Europe et le comportement grégaire à l'égard des méga-capitalisations de croissance ont joué un rôle important. Concernant les fondamentaux, les facteurs à prendre en compte sont les bénéfices, les valorisations et les taux d'intérêt.

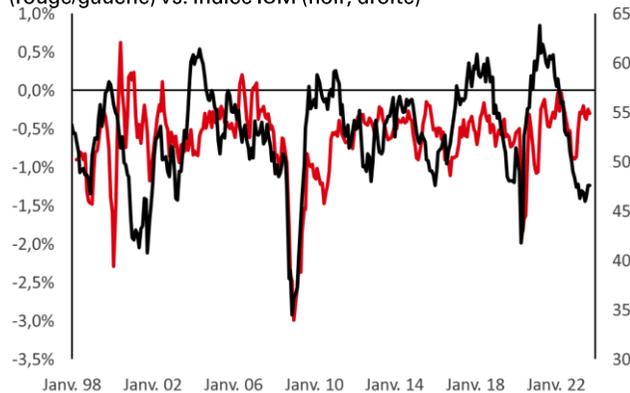


## L'impact des bénéfices et des valorisations

Ces vingt dernières années, la variation relative des bénéfices a presque toujours pesé sur la performance des actions décotées. Ce constat n'est pas une surprise puisque ces titres présentent généralement des fondamentaux moins solides et ont tendance à sous-performer sur le plan économique. A l'inverse, les variations des valorisations sont presque toujours favorables, dans la mesure où les titres *value* réagissent souvent de manière excessive à une dégradation des fondamentaux, ce qui fait apparaître une anomalie de valorisation, puis une remontée ultérieure des multiples.

Le premier graphique ci-dessous illustre la corrélation marquée entre les bénéfices relatifs et l'indice ISM. Cette observation suggère que les bénéfices des entreprises *value* sont plus cycliques que les bénéfices en général. Par exemple, les récessions ont toujours un effet négatif marqué sur les bénéfices.

**Graphique 2 : Variation relative des bénéfices des titres *value* (rouge/gauche) vs. indice ISM (noir, droite)**

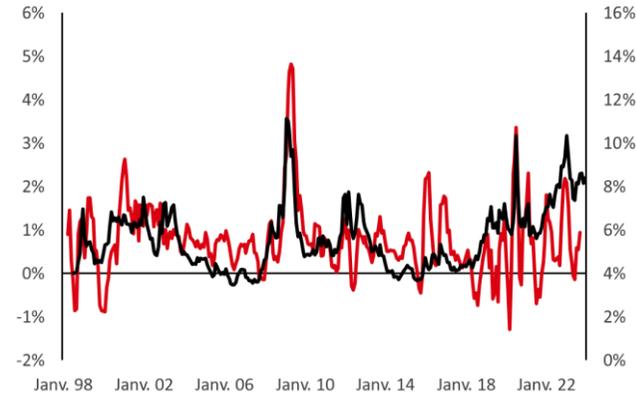


Source : HSBC AM, données FactSet et Bloomberg, octobre 2023.

Lors des périodes de forte croissance économique (2004-2007, 2011-2015 et 2021-2022), l'impact sur les bénéfices est moins négatif. Actuellement, cet impact est relativement modeste malgré le niveau de l'indice ISM. Cela s'explique en grande partie par la dynamique soutenue des bénéfices dans le secteur bancaire, avec une croissance de 30 % d'une année sur l'autre. Pourtant, le marché s'attend à ce que les bénéfices des banques chutent de 30 % au cours des 12 prochains mois (en supposant que les valorisations soient un indicateur fiable de la croissance future).

Concernant l'effet sur les valorisations, le deuxième graphique ci-dessous illustre la forte corrélation avec l'écart de valorisation, mesuré par l'écart de rendement (*earnings yield*) entre le portefeuille *value* et l'ensemble de l'univers. En fait, l'écart de valorisation tend à devancer l'effet sur les valorisations d'environ trois mois.

**Graphique 3 : Variation relative des valorisations des titres *value* (rouge/gauche) vs. écart de valorisation (noir/droite)**



Source : HSBC AM, données FactSet et Bloomberg, octobre 2023.

### Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.



En résumé, au cours des deux dernières décennies, la performance des actions décotées a suivi une trajectoire assez simple. Les bénéfices des entreprises *value* ont tendance à sous-performer et à afficher un biais cyclique. En revanche, elles bénéficient d'un effet de valorisation positif qui dépend de l'écart de valorisation avec les valeurs de croissance. Plus les actions décotées sont attractives, plus l'effet sur les valorisations est important.

Cette approche a fonctionné de manière satisfaisante jusqu'en 2018. Cette année-là a constitué un tournant car, malgré un écart de valorisation important, l'effet sur les valorisations s'est révélé en moyenne neutre, voire négatif. Cela a eu pour effet d'accroître encore plus l'écart de valorisation, car l'activité d'arbitrage n'entraîne pas de retour vers la moyenne (*mean reversion*).

Comme les fondamentaux ne s'étaient pas trop détériorés et que les bénéfices avaient été au mieux moyens, c'est exclusivement le facteur « valorisation » qui avait déclenché la sous-performance. Pour de nombreux observateurs du marché, c'est le niveau nul, voire négatif, atteint par les taux d'intérêt à long terme qui a été la principale raison de ce phénomène inhabituel. Sur quoi repose concrètement cette théorie ?

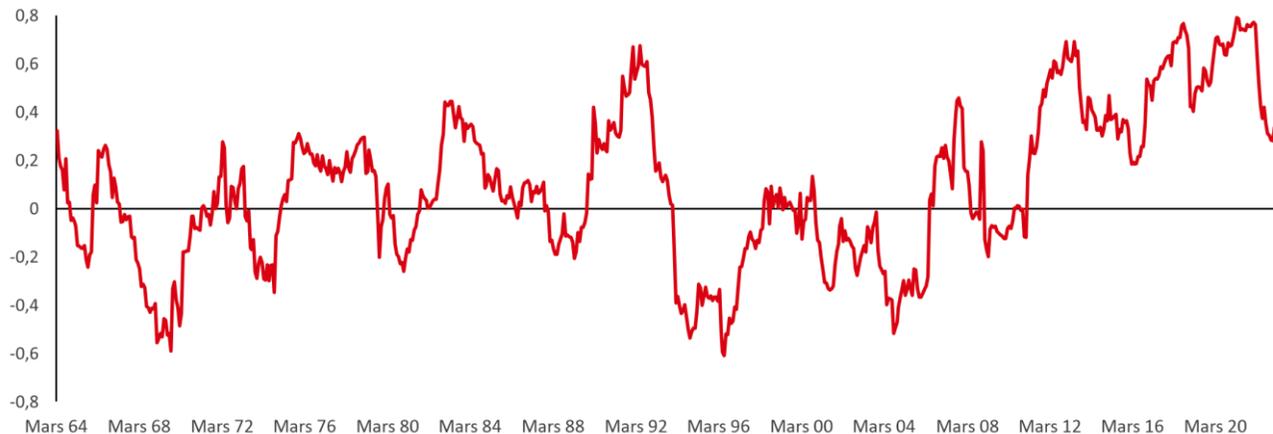


## Le facteur « taux d'intérêt »

La théorie selon laquelle les taux d'intérêt ont été le principal facteur pour justifier l'écart *value/growth* repose sur l'argument suivant. Dans le cadre d'un modèle de valorisation reposant sur les taux d'actualisation (DCF), la durée des valeurs de croissance est plus longue que celles des titres *value*, l'essentiel de leur potentiel de valeur devant s'exprimer sur le long terme (flux de revenus futurs, valeur terminale, etc.). La sensibilité des valorisations des valeurs de croissance aux taux d'intérêt est donc plus élevée que celle des actions décotées, dont le potentiel de valeur est intégré dans le court terme.

La théorie veut donc que la performance relative des titres *value* soit plutôt corrélée aux taux d'intérêt. Ils sous-performent lorsque les taux d'intérêt baissent et surperforment lorsqu'ils augmentent.

Graphique 4 : Corrélation sur 2 ans glissants entre les styles *Value/Growth* aux USA et les taux américains à 10 ans



Source : Kenneth French Data Library ([mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)), Bloomberg, octobre 2023.

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

Historiquement, la corrélation entre titres *value* et taux d'intérêt n'a jamais été significative et, à certaines périodes, elle a même été négative, notamment dans l'environnement inflationniste des années 1970. Au cours de la période récente, la sensibilité des actions décotées aux taux d'intérêt a augmenté de façon spectaculaire, atteignant quasiment 0,8 après être retombée à 0,3. La théorie semble a priori logique, mais elle ne se vérifie pas sur le plan empirique.

### Perspectives

Les dernières décennies ont été éprouvantes pour les investisseurs *value*. Bien que cette sous-performance puisse s'expliquer sur la majeure partie de cette période, nous pensons qu'une anomalie est apparue au cours des 3 à 5 dernières années, les investisseurs ayant capitulé sur les titres décotés.

« Nous observons toute une série de signaux concordants qui indiquent que l'écart de valorisation actuel entre les titres *value* et les valeurs de croissance, en particulier en Europe, devrait s'inverser dans les années à venir. »



De plus, les investisseurs semblent avoir capitulé concernant le concept même de valorisation, en prenant des décisions basées exclusivement sur la croissance des bénéficiaires.

Malgré un léger rebond récemment, les titres *value* européens ont encore un long chemin à parcourir avant de connaître un rebond intégral. En dépit de sa résorption, l'écart de valorisation avec les valeurs de croissance - qui était au plus haut encore récemment - reste proche de niveaux record. Il s'agit pour nous d'une anomalie, d'autant plus que les bénéficiaires des titres *value* ont crû plus vite que ceux des valeurs de croissance ces deux dernières années.

Cette anomalie pourrait donc continuer à se dissiper et réserver de bonnes surprises aux titres *value* en termes de performance. Il est pratiquement impossible de prévoir leur rebond, mais continuer à les sous-pondérer est selon nous une stratégie risquée.

# Une diversification intelligente via des expositions thématiques

---



# Une diversification intelligente via des expositions thématiques

« Le nouveau paradigme d'investissement obligera à identifier de nouvelles sources de diversification »



Nous anticipons l'avènement d'un nouveau paradigme très différent de la longue stagnation qui a marqué les années 2010, avec des taux d'intérêt et une inflation moyenne plus élevés et des politiques budgétaires plus accommodantes. Un tel contexte sera défavorable aux performances des actions et réduira le potentiel de diversification traditionnel de certains actifs, avec une moindre corrélation négative entre actions et obligations. Il sera donc indispensable d'identifier des poches d'opportunités et de nouvelles sources de diversification. Pour cela, faire le choix de l'investissement thématique peut se révéler utile, dans le cadre d'une approche structurée capable de réduire l'impact des risques baissiers.

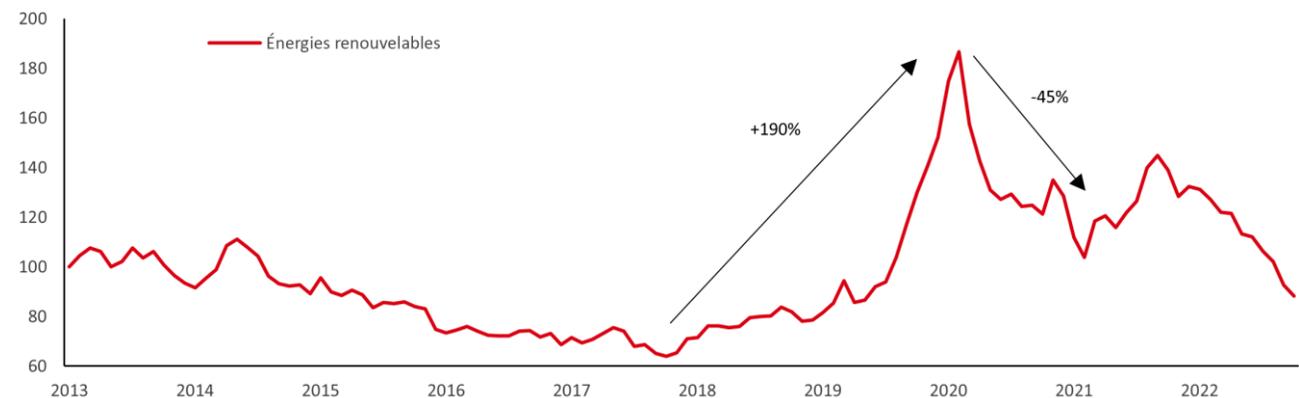
Il faut savoir que les allocations thématiques se démarquent nettement des allocations traditionnelles aux actions et qu'elles vont au-delà des paramètres habituels que sont les zones géographiques, les secteurs et les facteurs de style. Nous ne faisons pas référence aux thèmes d'investissement cycliques classiques comme les taux d'intérêt « durablement plus élevés », qui peuvent être exprimés dans les portefeuilles en activant les leviers d'allocation traditionnels. C'est en raison de leurs différents catalyseurs de performance que les thématiques d'investissement sont intéressantes à la fois pour générer des performances et assurer une diversification suffisante dans un environnement incertain.

Dans nos « Perspectives d'investissement » à mi-année, nous avons abordé le cycle de la « hype » de Gartner et son influence sur les performances des expositions thématiques aux actions. Selon cette théorie, l'apparition d'une innovation dans une thématique donnée déclenche généralement des anticipations excessives, ce qui se traduit ensuite par une baisse des prix et des performances négatives avant que les avantages à long terme en matière de productivité et de bénéfiques finissent par se concrétiser. Pour illustrer ce point, intéressons-nous aux performances enregistrées par les énergies renouvelables ces dernières années. Indispensable au développement économique et social à long terme, l'énergie propre n'est clairement pas une mode ou une technologie de court terme. Les performances du secteur ont néanmoins suivi le cycle de Gartner.

Comme les investissements thématiques sont notoirement volatils, la diversification doit être une priorité pour façonner une allocation thématique pertinente. Certains investisseurs se demandent même s'il est possible d'obtenir une diversification efficace via la gestion thématique. Ils estiment en effet que tous les thèmes partagent un ensemble restreint de facteurs de performance et qu'il est donc impossible d'obtenir un degré significatif de diversification.

Comme le montre le Tableau 2 à la page suivante, nous avons divisé l'univers thématique en trois catégories ou « tendances transformationnelles ». Au sein de chaque catégorie, la corrélation entre les thèmes est élevée, comme prévu, mais les corrélations entre les catégories sont faibles, ce qui démontre le caractère étonnamment hétérogène de l'univers thématique.

Graphique 1 : Chronologie de la surperformance par rapport aux actions mondiales



Source : HSBC AM, données Bloomberg, octobre 2023.

**Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.



**Graphique 2 : Corrélation des performances excédentaires (par rapport aux actions mondiales) entre certaines thématiques et les tendances transformationnelles**

	Transformation verte	Technologie et innovation	Évolution sociétale
Transition climatique et énergétique	0,25	0,22	0,15
Économie circulaire et infrastructures vertes	0,26	-0,17	0,13
Ressources naturelles et eau	0,34	-0,16	0,00
Automatisation et robotique	-0,04	0,46	0,00
Technologies de rupture	-0,11	0,57	0,29
Dématérialisation	0,05	0,59	0,26
Consommateur de demain	-0,04	0,56	0,00
Diversité, Équité et Inclusion	0,22	-0,23	0,21
Innovation dans la santé	0,10	0,22	0,43

Source : HSBC AM, données Bloomberg, avril 2013-septembre 2023.

## Façonner une allocation thématique

Les corrélations historiques montrent qu'à long terme, une allocation aux trois tendances transformationnelles sera source d'une grande diversité et permettra de réduire la volatilité par rapport à une allocation à une thématique unique.

Compte tenu des ruptures que peuvent introduire la majorité des tendances transformationnelles ou leurs thématiques sous-jacentes, mais aussi de la capacité des entreprises innovantes à concurrencer les entreprises dominantes, les expositions thématiques créent des biais factoriels (« croissance » vs *value*, par exemple) et font la part belle aux petites entreprises moins rentables. Cependant, notre analyse montre que l'alpha généré par le passé par les thématiques ne s'explique pas entièrement par les biais factoriels, sectoriels ou géographiques.

Les Graphiques 3 et 4 illustrent les biais factoriels pour deux thématiques à la fois pertinentes et très différentes dans l'environnement actuel. Les différences inhérentes entre les expositions capturées au sein de chaque thème confirment les

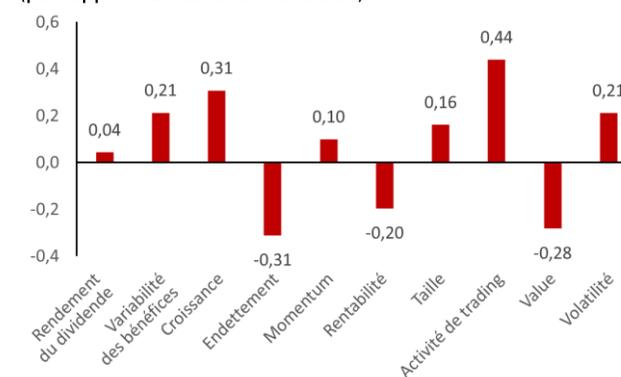
bienfaits d'une approche multi-thématique en matière de diversification.

Actuellement, le thème de l'intelligence artificielle possède toutes les qualités requises dans l'environnement à court terme, notamment son exposition à un momentum positif, mais aussi aux facteurs « taille » et « croissance », qui continuent de surperformer. Toutefois, en raison de tendances défavorables à plus long terme, comme des taux plus élevés, susceptibles de saper la croissance née de la stagnation séculaire des années 2010, la capacité de l'IA à prolonger sa surperformance sur la durée est plus incertaine.

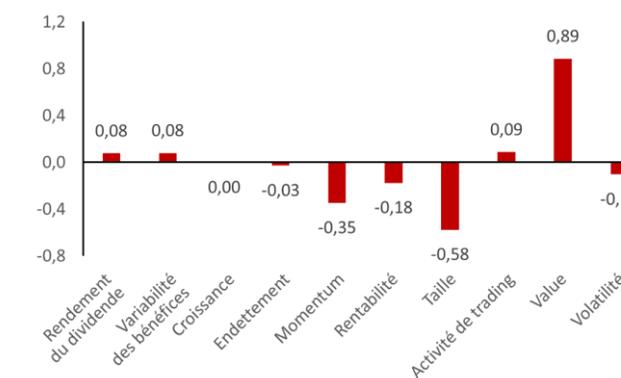
A l'inverse, l'agroalimentaire devrait profiter du nouveau paradigme d'investissement, propice aux titres *value* et aux valeurs cycliques mais défavorable aux valeurs de croissance. Il bénéficiera notamment de son exposition positive aux matières premières, à l'énergie et à d'autres facteurs corrélés à l'inflation en moyenne plus élevée que nous anticipons dans les années à venir.

L'avantage d'allouer un portefeuille aux diverses tendances transformationnelles est évident, mais il faut toutefois déterminer la répartition à long terme la plus appropriée entre les thématiques, pour ceux qui souhaitent s'y exposer.

**Graphique 3 : Expositions factorielles de l'intelligence artificielle (par rapport aux actions mondiales)**



**Graphique 4 : Expositions factorielles de l'agroalimentaire (par rapport aux actions mondiales)**



Source : HSBC AM, données Bloomberg, novembre 2023.

**Les performances présentées ont trait aux années passées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.



Notre analyse des performances lors de la dernière décennie tend à montrer que l'approche la plus judicieuse serait une méthodologie équilibrée entre les thèmes sous-jacents, capable de générer les surperformances les plus solides et le degré de diversification le plus élevé.

Nos recherches nous procurent un recul historique utile, mais nous devons veiller à ne pas construire des allocations uniquement à partir des performances passées. Au-delà de ses performances historiques plus solides, une allocation équilibrée présente d'autres avantages :

- ◆ Simplicité du portefeuille : l'équilibrage est une approche objective, fondée sur des règles précises et source d'une grande diversification pour les allocations à long terme.
- ◆ Crédibilité théorique : sur le long terme, aucune théorie ne prouve la pérennité de la surperformance d'une tendance transformationnelle par rapport à une autre. A priori, il est donc tentant d'adopter un point de vue agnostique vis-à-vis des différentes tendances.

- ◆ Neutralité de l'allocation : l'équilibrage sert de « base neutre » à partir de laquelle il est possible de déployer une allocation active.

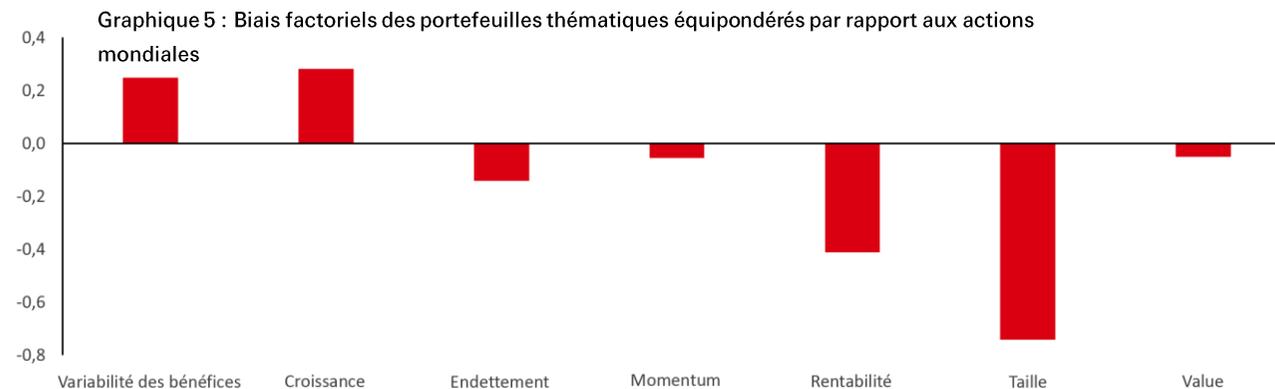
## Évaluation du potentiel d'investissement

Avec des rendements obligataires proches de leurs plus hauts depuis 25 ans, les investisseurs obligataires sont à peu près sûrs de connaître une décennie positive. Pourtant, si l'on regarde les ratios cours/bénéfice actuels, l'inverse pourrait être vrai pour les marchés actions. En outre, plusieurs tendances pénalisantes se profilent, notamment l'inversion ou le ralentissement de la mondialisation ou encore les politiques relatives au changement climatique, qui pourraient contribuer à la persistance de l'inflation. Par ailleurs, d'autres facteurs défavorables, comme les contraintes démographiques, pourraient freiner la croissance. Ces tendances potentielles laissent également présager une baisse de la part des bénéficiaires dans le PIB, après les niveaux record atteints ces dernières années. En bref, l'âge d'or des performances des marchés actions pourrait bien toucher à sa fin.

La gestion thématique est-elle une solution adéquate ? Elle est en tout cas prometteuse dans la mesure où elle a vocation à exploiter les grandes ruptures qui déstabilisent les marchés actions. Qu'il s'agisse des dépenses liées au changement climatique ou des solutions au vieillissement de la population, les déboires des marchés boursiers en général devraient se révéler favorables à la gestion thématique.

Cependant, comme toujours, la thèse d'investissement n'est pas parfaitement établie. Plusieurs constats s'imposent si l'on s'intéresse aux sensibilités sectorielles et macroéconomiques d'un portefeuille thématique : il est généralement très sensible à la croissance du PIB, présente une rentabilité limitée et privilégie généralement les petites entreprises. Ces caractéristiques ne seront pas favorables dans un contexte de taux plus élevés et de croissance atone.

Ainsi, malgré un potentiel de performance élevé, comme l'a démontré l'envolée des cours de bourse des entreprises liées à la thématique de l'intelligence artificielle cette année, il est nécessaire d'adopter une approche équilibrée pour établir un plan d'investissement thématique global. Il convient notamment de se forger des opinions claires sur le plan fondamental, de les compléter par des données systématiques et de construire des portefeuilles solides. Si elle est mise en œuvre de manière rigoureuse, la gestion thématique peut assurer une diversification intelligente à la fois sur un horizon d'investissement cyclique mais aussi pour le changement de régime à moyen terme qui vient de débuter.



Source : HSBC AM, données Bloomberg, avril 2013-septembre 2023. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.**

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. Toute simulation ou projection présentée dans ce document ne saurait en aucune manière être garantie. Par conséquent, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ce document et/ou analyse dans ce document.

Information importante

---



# Information importante

Ce document a été produit exclusivement à des fins d'information générale. Les vues et opinions exprimées sont celles d'HSBC Asset Management, sur la base de données à décembre 2023. Ces vues et opinions ne sauraient constituer une recommandation de placement. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment et sans préavis.

Cette présentation est produite et diffusée par HSBC Asset Management et n'est destinée qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Asset Management. En cas de besoin, les investisseurs peuvent se référer à la charte de traitement des réclamations disponible dans le bandeau de notre site internet et sur le lien suivant : <https://www.assetmanagement.hsbc.fr/-/media/files/attachments/france/common/traitement-reclamation-amfr-vf.pdf>. Il est à noter que la commercialisation du produit peut cesser à tout moment sur décision de la société de gestion.

Les informations présentées concernent les encours globaux et la politique globale de HSBC Asset Management. Même si HSBC Global Asset Management (France) participe à l'implémentation et applique les politiques globales du Groupe, nous attirons votre attention sur le fait que les chiffres présentés et les engagements indiqués ne sont pas nécessairement directement liés à HSBC Asset Management en France.

Aujourd'hui, nous émettons des gaz à effet de serre et il en va de même pour bon nombre de nos clients. Voilà pourquoi HSBC Asset Management et les autres gestionnaires d'actifs ont un rôle important à jouer dans la transition vers une économie neutre en carbone. Pas à pas, nous élaborons des stratégies pour réduire nos propres émissions et tout en aidant nos clients à réduire les leurs. Pour plus d'informations, visitez : <https://www.assetmanagement.hsbc.fr/fr/professional-investors/about-us/road-to-net-zero>

En conséquence, HSBC Asset Management ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude. Le capital n'est pas garanti.

HSBC Asset Management est la marque commerciale de l'activité de gestion d'actifs du Groupe HSBC, qui comprend les activités d'investissement fournies par nos entités locales réglementées.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489

RCS Nanterre. S.A au capital de 8.050.320 euros.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 38 avenue Kléber 75116 PARIS

Siège social : Immeuble Coeur Défense | 110, esplanade du Général de Gaulle - La Défense 4 - 92400 Courbevoie - France

[www.assetmanagement.hsbc.fr](http://www.assetmanagement.hsbc.fr)

Document non contractuel, mis à jour en décembre 2023

Copyright : Tous droits réservés © HSBC Global Asset Management (France), 2023.

AMFR\_2023\_INSTIT\_MA\_1360. Expire: 06/2024

