

PERSPECTIVES 2024

Boucle d'or : une sortie de scène opportune

Sommaire

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT	3
1. Introduction	4
2. Trois scénarios	5
3. Quatre facteurs	7
4. Perspectives pour les marchés financiers	14
5. Synthèse	20
PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT DURABLE	21
1. Introduction	22
2. Les cinq réglementations les plus importantes en matière d'investissement durable	25
3. Prédications de croissance du marché des obligations ESG l'année prochaine	28
4. Dialogue actionnarial : que peut-on attendre de la saison des AGA 2024 ?	30
5. Conclusion	32

Document commercial destiné aux investisseurs professionnels uniquement.
Distribution interdite.

Novembre 2023

Perspectives d'investissement

Le scénario d'un atterrissage en douceur est devenu le consensus prédominant. D'après ce scénario, Jerome Powell et Christine Lagarde ont la rare opportunité de vaincre l'inflation sans faire sombrer l'économie sur fond de chômage en hausse. Nous pensons que ce n'est rien de moins qu'un joli conte de fées.

1. Introduction : Trompés par les décalages variables

La communauté des économistes est profondément convaincue que la réalité économique est déterministe et pourtant, l'analyste de risque Nassim Taleb souligne que le hasard peut nous tromper tous en fin de compte.

En 2022, la majorité des économistes (nous y compris) prédisaient une récession dans la zone euro et aux États-Unis dans les 12 mois à venir. La probabilité inconditionnelle d'une récession aux États-Unis semblait très élevée. Non seulement il y avait des indicateurs fiables de récession – une courbe des taux américains inversée – mais une étude datée d'avril 2022 nous a aussi rappelé qu'historiquement, une récession aux États-Unis survient dans 100 % des cas en l'espace d'un an lorsque l'inflation est supérieure à 5 % et le chômage inférieur à 5 % sur une base trimestrielle.

L'histoire a également montré qu'un resserrement agressif de la politique monétaire, tel que celui adopté par la Fed au début de l'année 2022, s'accompagne souvent d'un compromis difficile entre une baisse de l'inflation, d'une part, et une hausse du chômage, d'autre part. Un atterrissage brutal de l'économie américaine était presque inévitable.

Pourtant, défiant toute logique économique, l'économie américaine a fait preuve d'une surprenante résilience en 2023, révélant un rare amalgame entre des taux de chômage américains historiquement bas qui persistent dans un contexte de désinflation et le cycle de resserrement de la politique monétaire le plus marqué de ces quatre dernières décennies. Cette « désinflation immaculée », dont parlent Ben Bernanke et Olivier Blanchard, ne s'est pas limitée aux États-Unis¹. La zone euro connaît également une désinflation immaculée, le taux de chômage ayant atteint un niveau historiquement bas de 6,4 % pour le bloc monétaire commun. Les consommateurs dépensiers se sont révélés beaucoup plus résilients que prévu.

Le scénario d'un atterrissage en douceur est devenu le consensus prédominant. D'après ce scénario, Jerome Powell et Christine Lagarde ont la rare opportunité de vaincre l'inflation sans faire sombrer l'économie sur fond de chômage en hausse. Les projections de la Fed indiquent un taux de chômage médian de 4,1 % pour 2024 et une inflation PCE de base de 2,6 %. Nous pensons que ce n'est rien de moins qu'un joli conte de fées.

¹ O. Blanchard et B. Bernanke, « What Caused the Us Pandemic-Era Inflation? » (Juin 2023). NBER, document de travail No. w31417, Disponible auprès du SSRN : <https://ssrn.com/abstract=4497998>

2. Trois scénarios

Scénario de base

Nous prévoyons que 2024 sera le chant du cygne de la désinflation immaculée. L'année prochaine, les économies du G7 devraient connaître une stagnation, car les taux réels élevés commencent à peser sur l'activité réelle, en épuisant le pouvoir d'achat des consommateurs et en évinçant les investissements des entreprises. Cependant, l'absence de faiblesse généralisée dans les bilans des entreprises et du secteur immobilier empêche une récession classique. La Chine est confrontée à un régime macroéconomique totalement différent et doit se défendre contre la japonisation tout en poursuivant son approche de relance au coup par coup. La Chine parvient à éviter une déflation généralisée, mais une tendance persistante à la baisse des ventes de logements et des prix de l'immobilier empêche une reprise durable de la consommation intérieure.

Alors qu'une croissance de l'activité réelle, inférieure à la tendance, dans les économies avancées stimulera dans un premier temps la poursuite du processus de désinflation, l'inflation de base ne parviendra finalement pas à se maintenir de manière constante bien en dessous des 3 %. La courbe de Phillips pentue qui a été le principal moteur du scénario de désinflation immaculée en 2023 est sur le point de s'aplatir à nouveau, maintenant que l'inflation se situe à des niveaux plus bas ; la réduction de l'inflation de 3 % à 2 % se fera donc au détriment d'un coût de chômage plus élevé et s'avérera beaucoup plus difficile. De même, les prix à la production, qui ont fait baisser l'inflation globale en 2023, rebondiront en 2024 sur fond de reprise modérée du cycle manufacturier mondial, d'une augmentation de la demande extérieure en provenance de la Chine et d'une hausse des prix de l'énergie. En outre, l'impulsion désinflationniste positive due à la mondialisation, qui a duré plusieurs décennies, est en train de s'inverser et de créer un obstacle inflationniste pour les producteurs à mesure que l'intensité du commerce mondial ralentit. Les exigences croissantes des entreprises en matière d'internalisation de leur empreinte carbone limitent également la désinflation.

Les banquiers centraux des petites économies ouvertes, leaders du cycle mondial, comme Klaas Knot des Pays-Bas, ont salué la transition d'une désinflation immaculée vers une rare « stagflation coïncidant avec le plein emploi » qui a commencé à se dessiner lorsque les Pays-Bas sont entrés dans une récession formelle au cours du deuxième trimestre 2023. Il pourrait s'agir d'un signe avant-coureur pour le reste de l'Europe au début de l'année 2024. Bien qu'une désinflation immaculée puisse être initialement suivie par une forme bénigne de stagflation dans les économies du G7, il est probable que cela conduira à un équilibre macroéconomique très instable. En fin de compte, l'impact de taux réels plus élevés pendant plus longtemps déclenchera une transition plus sombre vers 2025, lorsque les premières fissures sur le marché du travail se propageront jusqu'à devenir une fracture complète, avec un taux de chômage augmentant de 1 à 2 % au lieu de 0,3 %, comme le prévoient la Fed et la BCE pour 2024.

“ Nous prévoyons que 2024 sera le chant du cygne de la désinflation immaculée ”

Scénarios alternatifs

Dans notre scénario optimiste, nous envisageons un « atterrissage en douceur avec des emplois en abondance » pour les économies du G7. La désinflation immaculée se poursuit et reste de plus en plus stimulée par la preuve que les coûts unitaires de la main-d'œuvre sont maîtrisés grâce aux progrès en matière de productivité, à mesure que l'adoption de l'IA se généralise. L'inflation de base tombe dans la fourchette de 2 à 2,5 %, ce qui permet aux banques centrales de réduire leurs taux. Les efforts diplomatiques intensifs de Joe Biden avec la Chine ouvrent la voie à l'apaisement. Les bénéfices se redressent à partir du premier trimestre 2024 grâce à la reprise de la croissance des ventes et au retour du pouvoir de fixation des prix. Les spreads et les multiples d'actions se compriment, la corrélation entre les obligations et les actions redevient négative.

Dans notre scénario pessimiste, baptisé « les effets de la stagflation », le monde est confronté à un nouveau choc négatif de l'offre émanant de turbulences géopolitiques, très probablement suite à une escalade du conflit israélo-palestinien. Bien que la flambée des prix du pétrole se révèle être de courte durée, elle plonge l'économie mondiale dans une véritable récession, avec une inflation restant bien au-dessus des objectifs des banques centrales. Cela limiterait les banques centrales à réduire leurs taux de 400 points de base, comme c'est habituellement le cas en période de récession. Les bénéfices baissent de 20 %, les spreads du High Yield explosent tandis que les marchés actions entrent dans un nouveau marché baissier.

3. Quatre facteurs à prendre en compte

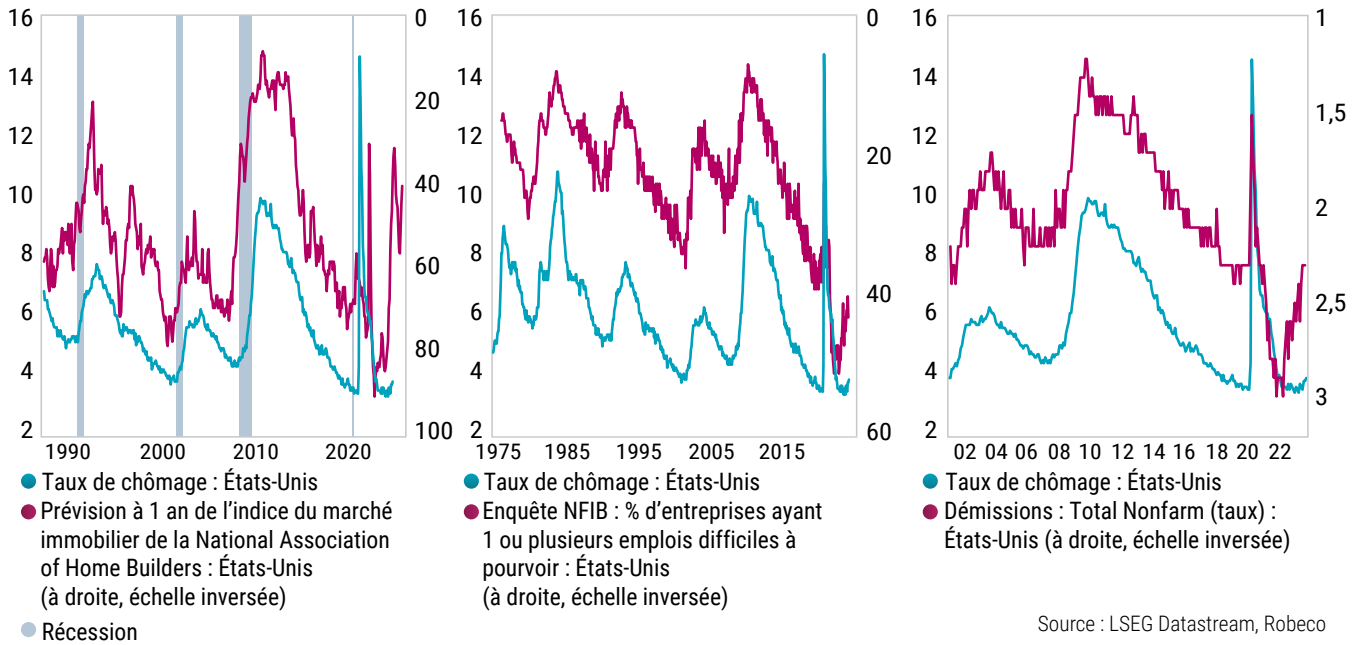
En approfondissant notre scénario de base, nous pensons que le scénario consensuel d'un atterrissage en douceur sera remis en question, car quatre facteurs ayant contribué à la surprenante résilience de l'économie mondiale en 2023 devraient s'estomper au cours des 6 à 12 prochains mois.

1. Poursuite de la désinflation coïncidant avec des pertes d'emplois plus importantes

Jusqu'à présent, les banques centrales ont géré la partie facile du processus de désinflation, elles sont maintenant sur le point d'aborder la partie difficile. Lorsque l'inflation initiale est élevée, comme cela a été le cas l'année dernière, le coût de la désinflation en termes de pertes d'emplois est relativement faible, car la courbe de Phillips est assez pentue dans un contexte d'inflation élevée. Des taux d'intérêt plus élevés éliminent dans un premier temps les postes vacants excédentaires présents dans une économie en surchauffe, sans pour autant affecter directement les emplois réels. En outre, la littérature la plus récente montre que la démondialisation et la numérisation créent également des courbes de Phillips plus raides. Toutefois, dès que l'inflation descend à des niveaux plus bas, la courbe de Phillips s'aplatit, ce qui signifie que la désinflation commence à entraîner proportionnellement plus de pertes d'emplois par rapport à l'épisode d'inflation élevée.

Pour les États-Unis, nos calculs montrent qu'une réduction de l'inflation de 25 points de base nécessite généralement une augmentation du chômage de 1 % sur une base annuelle, alors qu'au cours des 12 derniers mois, une réduction similaire de l'inflation de 25 pb n'a nécessité qu'une augmentation du chômage inférieure à 0,1 %, car la courbe de Phillips était très pentue. Par conséquent, la dernière étape pour les banques centrales des marchés développés (MD), qui consiste à ramener l'inflation de 4 % actuellement à 2 %, entraînera probablement une augmentation des pertes d'emplois à mesure que la courbe de Phillips se normalise. Dans la zone euro, nous observons déjà des baisses plus marquées du nombre de postes vacants en Allemagne et en Espagne, tandis que trois indicateurs avancés du marché du travail aux États-Unis suggèrent que le taux de chômage américain pourrait très bien se situer entre 5 et 6 % en 2024 selon notre scénario de base. La diminution des démissions, la baisse du sentiment du marché immobilier et l'assouplissement annoncé pour permettre aux employeurs de pourvoir les postes vacants sont autant de signes indiquant que la tendance sur le marché du travail aux États-Unis est sur le point de s'inverser.

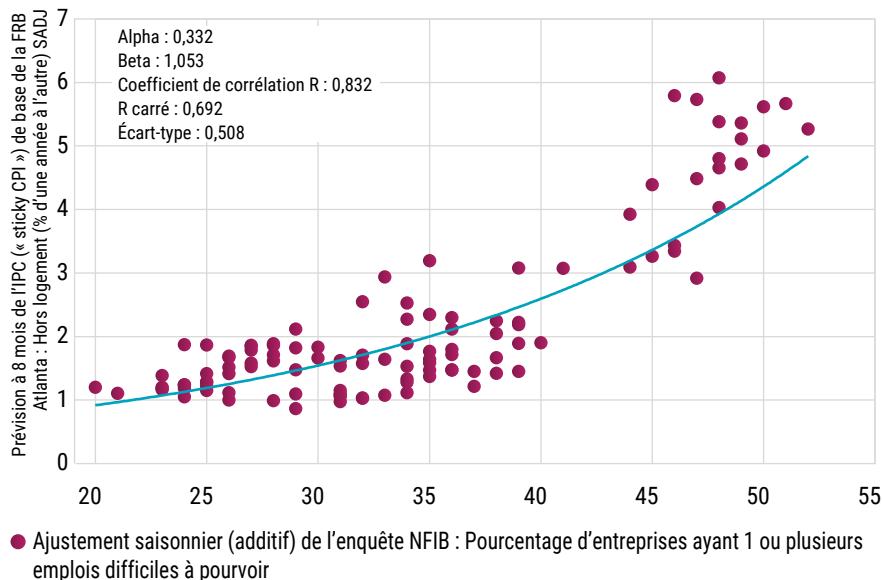
Graphique 1 : Trois indicateurs avancés avec le même message : le marché du travail aux États-Unis devrait se refroidir



Le marché du travail va-t-il se refroidir suffisamment ? Les banques centrales pourraient être réticentes à baisser les taux dans un contexte persistant d'inflation de base.

Nous nous attendons par conséquent à observer une stagnation des économies des MD en 2024, à mesure que la poussée d'un marché du travail tendu s'affaiblit. Toutefois, même une augmentation du chômage conforme à ce que suggèrent les indicateurs avancés à ce stade pourrait encore maintenir l'inflation de base autour de 3 % en 2024. À cause de cette tournure stagflationniste, la Fed restera mécontente et peu encline à baisser ses taux. Par exemple, l'indicateur avancé NFIB « 1 emploi ou plus difficile à pourvoir » doit encore diminuer en dessous du niveau de 40 % pour que l'inflation de base hors logement se rapproche des 2 %.

Graphique 2 : Il faut encore une bonne dose de détente sur le marché du travail pour ramener l'inflation de base (hors logement) aux États-Unis à 2 %



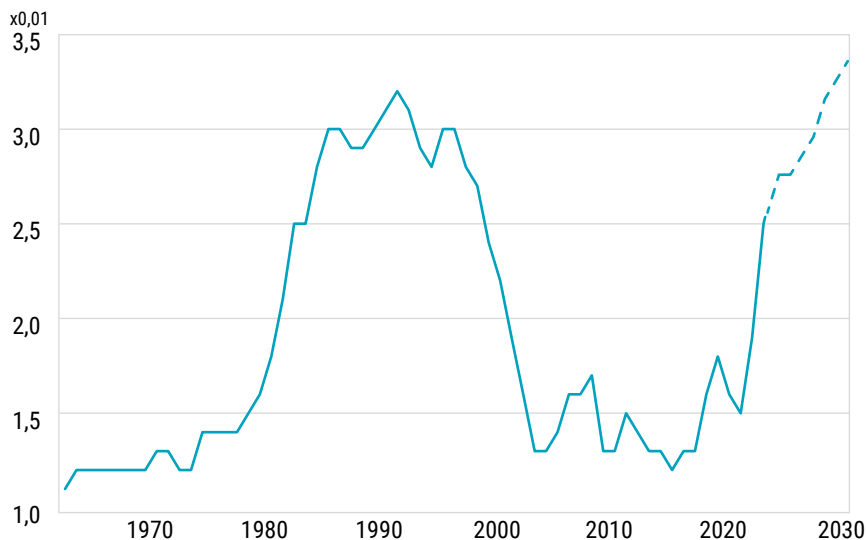
2. Un affaiblissement de l'immunisation

Les États, les entreprises et les ménages ont réussi à maintenir des taux d'intérêt très bas au moment de l'assouplissement quantitatif et dans le sillage de la pandémie, tout en allongeant la durée de leur dette, ce qui les a immunisés contre un environnement de taux d'intérêt en hausse. La phase de désendettement qui a suivi la crise financière mondiale a également conduit à un changement vers des financements à taux fixe. Les marchés des capitaux ont remarquablement bien fonctionné ces dernières années, facilitant la tâche des entreprises et des ménages et fournissant un financement abondant et bon marché, ce qui a même permis de maintenir à flot les entreprises « zombies ». L'année 2021 a été marquée par un taux historiquement bas d'impayés, tant parmi les ménages que dans le secteur des entreprises, mais le point le plus bas a été atteint après que les banques centrales ont lancé leur cycle de resserrement en 2022. L'immunisation efficace contre un régime de taux d'intérêt plus élevés est sur le point de s'affaiblir encore.

Émetteurs souverains : les nouvelles émissions nettes ne sont pas bon marché

Pour les émetteurs souverains, l'émission nette risque d'augmenter considérablement en 2024, et les besoins nets de trésorerie pourraient atteindre 15 %. Avec des taux souverains au plus haut depuis 15 ans, cette émission pourrait devenir onéreuse pour plusieurs raisons. Premièrement, l'émission brute augmentera, en partie à cause du mouvement post-pandémique vers une expansion budgétaire procyclique. La poursuite de l'expansion budgétaire, alors que la croissance du PIB réel est déjà supérieure à la tendance, empêche le refroidissement nécessaire de l'économie pour maîtriser l'inflation aux États-Unis. Les inquiétudes concernant un dérapage budgétaire ont partiellement contribué à la pentification récente de la courbe des taux américains. Toute nouvelle dégradation de la notation de crédit des États-Unis – en raison d'un dérapage budgétaire ou d'une inflation de base plus persistante que prévu (2,6 % pour l'inflation PCE de base d'ici 2025) – pourrait maintenir les opérateurs obligataires sur le qui-vive. Deuxièmement, les banques centrales qui prévoient de réduire encore leurs bilans en 2024 augmenteront également l'offre nette d'obligations souveraines. Par exemple, la BCE reconsidérera probablement la poursuite de ses réinvestissements PEPP début 2024. Troisièmement, l'augmentation des charges d'intérêt sur la dette en cours nécessite aussi plus d'émissions. Pour les États-Unis, les estimations du CBO suggèrent que les charges d'intérêt nettes pour le Trésor américain s'élèveront à 2,7 % du PIB nominal en 2024, soit le niveau le plus élevé depuis 1998. Tant que les efforts budgétaires américains seront de plus en plus alloués à des catégories ayant un multiplicateur fiscal faible, voire négatif (les dépenses de défense entrent notamment dans cette dernière catégorie), une orientation procyclique de la politique budgétaire deviendra en fin de compte contre-productive.

Graphique 3 : L'héritage de la prodigalité budgétaire



● Enquête CBO FCST : Projection des charges d'intérêt nettes en % du PIB nominal : États-Unis

Source : LSEG Datastream, Robeco

Entreprises : l'opération de décompression a commencé à refléter le risque de refinancement

Pour les entreprises, les émetteurs IG et HY sont confrontés à un mur d'échéance en 2025/2026 et sont déjà contraints de faire appel au marché l'année prochaine à mesure que les dates de refinancement approchent. Actuellement, la BRI voit un mur d'échéance plus marqué pour IG en 2024 et prévient que « même les bilans solides sont susceptibles de ressentir les effets des taux plus élevés ». Plusieurs indicateurs suggèrent même que quelque chose se prépare et que le resserrement des banques centrales commence à se faire sentir. Alors que les dépôts de bilan des entreprises américaines ont augmenté de 29 % depuis le troisième trimestre 2022, le coût croissant du capital au Royaume-Uni est désormais le plus souvent cité comme la principale raison limitant les dépenses d'investissement des entreprises. En Allemagne, les procédures d'insolvabilité ont augmenté de 37 % depuis l'année dernière. Le marché HY a commencé à y prêter de l'attention. Les spreads ont augmenté en septembre, mais restent inférieurs aux niveaux correspondant à une récession légère. La poursuite de la décompression des spreads des entreprises en 2024 devrait refléter la détérioration de la qualité des bilans sur fond de dégradation des ratios de couverture des intérêts.

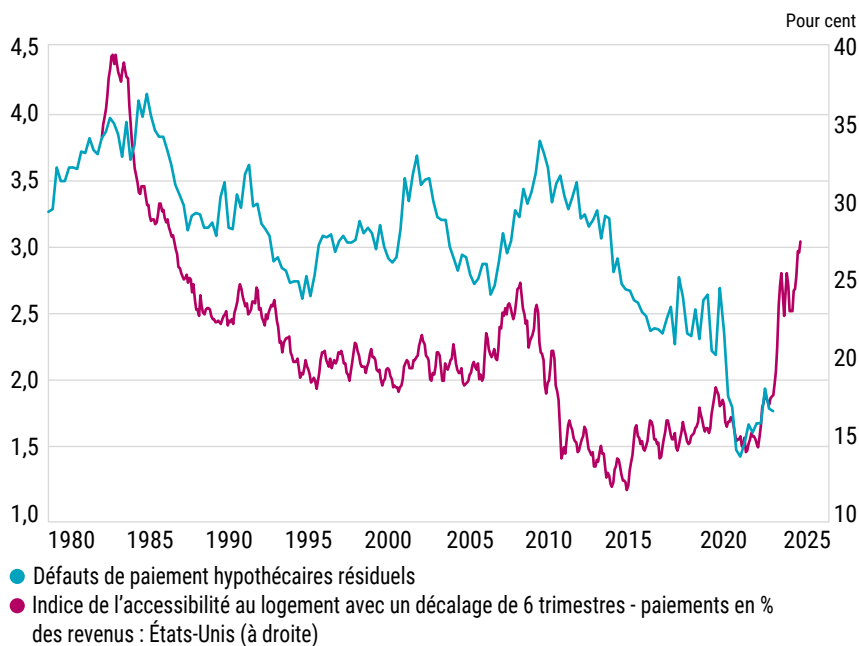
Ménages : la marge de manœuvre en matière de crédit s'épuise

Un phénomène similaire est observable dans le secteur des ménages. Bien que les défauts de paiement hypothécaires aient augmenté par rapport à leur niveau historiquement bas en 2021, ils restent modérés à 1,75 %. Toutefois, si l'on regarde les paiements hypothécaires en pourcentage du revenu des ménages américains, les défauts de paiement sont susceptibles d'augmenter, même si le pic des défauts de paiement hypothécaires pourrait très bien se matérialiser en 2025 au lieu de 2024. Une nouvelle détérioration de l'accessibilité au logement aux États-Unis (actuellement à son pire niveau depuis 1985, 26 % des revenus étant consacrés aux paiements des crédits hypothécaires) pourrait refroidir la demande de logements et entamer l'effet de richesse lié à l'immobilier. L'épuisement des consommateurs américains devrait se poursuivre, car les économies

excédentaires sont désormais épuisées, mais sont contrebalancées par une hausse du crédit à la consommation renouvelable. Cet équilibre est toutefois de plus en plus remis en cause par les taux d'intérêt prohibitifs du crédit à la consommation. La valeur nette de la propriété semble avoir atteint son apogée, supprimant ainsi un effet bénéfique sur les dépenses de consommation. En conséquence, les volumes de ventes au détail aux États-Unis ont récemment stagné et nous nous attendons à un ralentissement de la croissance de la consommation américaine à un rythme inférieur à la tendance en 2024, avec un taux de croissance annuel de 1 %.

Dans la zone euro, le cycle de la consommation a devancé celui des États-Unis, les volumes des ventes au détail s'étant contractés. Cela limite également le risque baissier supplémentaire concernant les perspectives de consommation par rapport aux États-Unis jusqu'en 2024. On peut s'attendre à une certaine stabilisation à la suite de l'augmentation des salaires réels. Cependant, les coûts élevés de l'énergie, l'augmentation des factures de refinancement hypothécaire et une légère détérioration de la sécurité de l'emploi limiteront probablement la volonté de dépenser la croissance des revenus réels. Cela pourrait maintenir intacte la récente tendance haussière du taux d'épargne de la zone euro, et le chômage dans la zone euro pourrait augmenter de 0,5 à 1 % d'ici 2025.

Graphique 4 : Les défauts de paiement des ménages américains devraient augmenter



Source : LSEG Datastream, Robeco

3. Les défis (géo)politiques en 2024

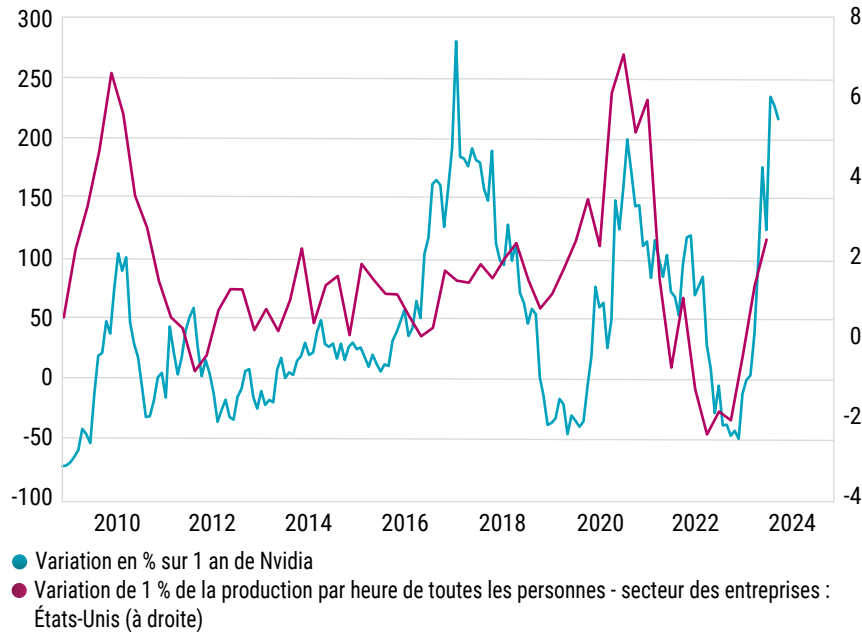
L'année 2024 sera marquée par d'importantes élections au sein du G7 : les élections présidentielles américaines se tiendront le 5 novembre et les élections du Parlement européen auront lieu du 6 au 9 juin. Ces deux élections pourraient être parmi les plus controversées de l'histoire de la démocratie, compte tenu des suites de l'attaque du Capitole du 6 janvier 2021, de la montée des partis d'extrême droite en Europe, des guerres en Ukraine et au Moyen-Orient et des relations tendues entre l'Occident et la Chine. Les marchés financiers ont du mal à prédire l'issue des événements géopolitiques. Mais plutôt que d'essayer d'en prédire l'issue, les marchés devraient plutôt se concentrer sur le fait de savoir s'ils évaluent correctement les risques liés aux issues potentielles. Jusqu'à présent, nous avons constaté une sous-réaction aux risques économiques potentiels découlant d'un ordre mondial de plus en plus fragmenté. Nous nous attendons à ce que la hausse constante de l'incertitude qui règne sur le plan de la politique économique mondiale se poursuive à court terme, ce qui devrait également justifier des primes de risque plus élevées pour les actifs financiers.

“ Si les données sont le nouvel or, alors l'IA générative est essentielle pour améliorer leur exploitation ”

4. L'IA sera-t-elle à la hauteur de son engouement ?

Si les données sont le nouvel or, alors l'IA générative est essentielle pour améliorer leur exploitation. Les actions de NVIDIA, un grand fabricant de puces qui fournit de facto les « pioches et les pelles » pour les moteurs d'IA, ont presque triplé depuis le début de l'année. Cela témoigne d'une véritable ruée vers l'or moderne, susceptible de prolonger la désinflation bénigne en donnant une impulsion bienvenue à l'économie mondiale en termes d'offre, et réduisant les coûts unitaires de la main-d'œuvre. Selon l'IBM Global AI Adoption Index, seule une entreprise sur cinq dans le monde n'avait pas prévu d'adopter l'IA en 2022. Toutefois, le potentiel positif de l'adoption de l'IA du côté de l'offre ne s'est pas encore manifesté dans les chiffres de productivité de 2023. La croissance de la productivité aux États-Unis reste faible, à 1,4 % (en glissement annuel) au deuxième trimestre, ce qui est inférieur à la moyenne de 1,9 % enregistrée depuis la révolution industrielle. Pour paraphraser Robert Solow, nous pouvons voir l'IA partout, sauf dans les statistiques de productivité.

Graphique 5 : Les récentes performances exceptionnelles de NVIDIA sont-elles un indicateur d'une future amélioration de la productivité aux États-Unis ?



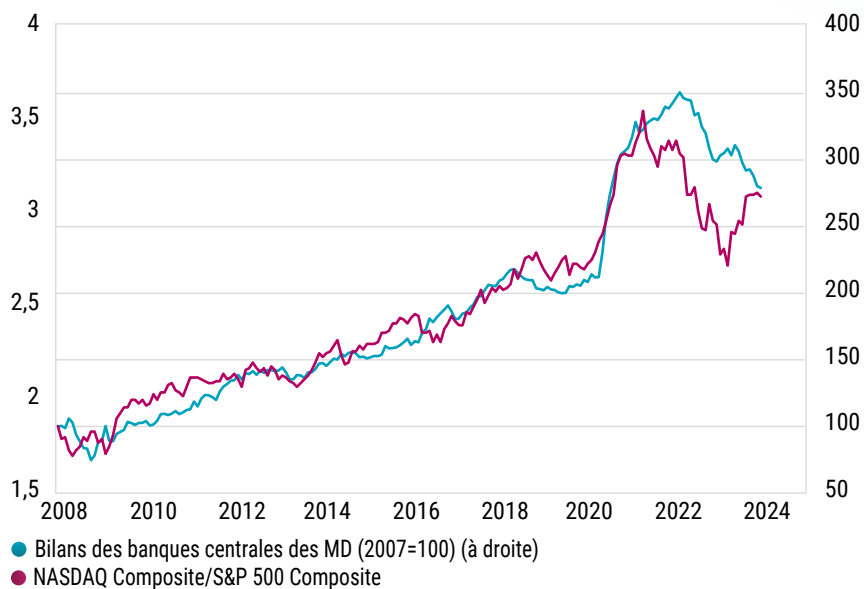
Source : LSEG Datastream, Robeco

Un coût du capital plus élevé entravera de plus en plus les dépenses d'investissement nécessaires pour que les entreprises, en particulier celles de petite taille, puissent se rapprocher de la frontière technologique en 2024. La faiblesse dans les segments cloud des clients de NVIDIA au cours du troisième trimestre pourrait indiquer un essoufflement de l'engouement pour l'IA. Les intentions plus larges d'investissement aux États-Unis ont chuté, ce qui laisse présager une diminution de la contribution des investissements fixes au PIB en 2024. Ainsi, une adoption généralisée de l'IA ne garantira probablement pas la poursuite d'une désinflation bénigne. Cependant, la productivité est historiquement en retard sur le cycle initial des dépenses d'investissement. Certaines retombées technologiques positives des investissements passés liés à l'IA pourraient transparaître dans les chiffres de croissance de la productivité du G7 en 2024.

4. Perspectives pour les marchés financiers

Les conditions financières sont restées accommodantes tout au long de l'année 2023, malgré un resserrement significatif de la politique monétaire. Mesurée par le ratio M2/PIB, la liquidité a diminué, mais est restée supérieure aux niveaux d'avant la pandémie de Covid-19. De plus, la désinflation immaculée a également donné une impulsion soutenue à la performance des actifs à risque, alors que la croissance des bénéfices s'est étonnamment orientée à la hausse.

Graphique 6 : Jusqu'à présent, les valeurs technologiques ont pu ignorer la baisse de la liquidité excédentaire



Source : LSEG Datastream, Robeco

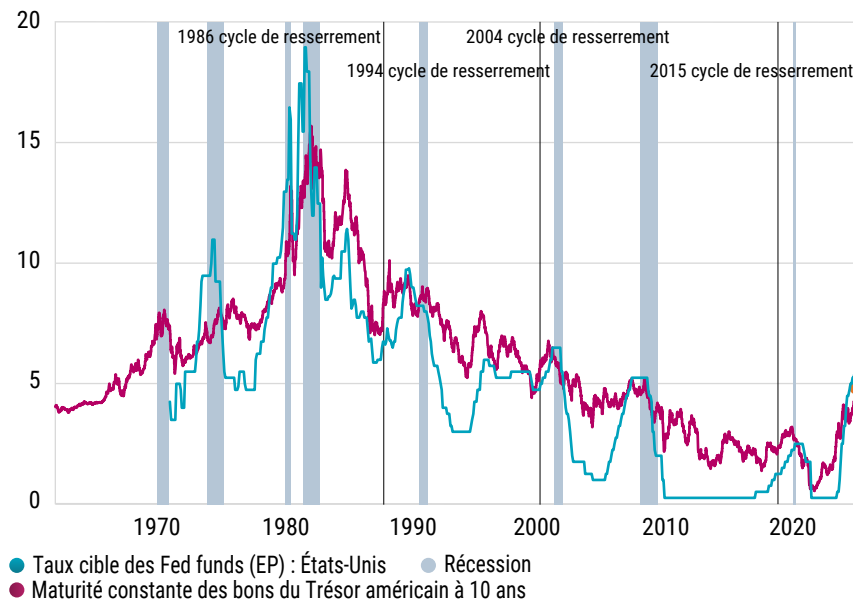
Perspectives en matière d'obligations et de taux : la tendance à l'accentuation n'est pas épuisée

Les banques centrales ont fait preuve d'une attitude offensive inhabituelle. Par exemple, la Fed abaisse normalement les taux d'intérêt chaque fois que l'ISM tombe en dessous de 50, même lorsque l'inflation reste supérieure à la cible (l'exception étant l'ère Volcker au début des années 1980). Toutefois, avec ce que nous pensons être la fin imminente de la désinflation immaculée, nous approchons d'une phase du cycle de politique monétaire où le compromis entre la lutte contre l'inflation et le maintien du plein emploi devient plus ardu. Les banques centrales se stabiliseront sur le plateau des taux, soulignant que les taux resteront élevés pendant une période prolongée pour voir comment les choses s'équilibrent. Quoi qu'il en soit, bien que la pause offensive puisse prendre encore plus de temps que ce qui est anticipé actuellement dans la courbe des futures des Fed funds, le changement de cap pourrait être brutal, le taux directeur de la Fed se retrouvant probablement en dessous de la projection du marché de 4,75 % d'ici fin 2024.

Ce fut une nouvelle année difficile pour les investisseurs obligataires mondiaux, car le pic largement anticipé des rendements sur les marchés des obligations souveraines ne s'est pas matérialisé au début de 2023. L'émergence d'un scénario de taux directeurs « plus

élevés pendant plus longtemps » ainsi que les inquiétudes concernant le dérapage budgétaire aux États-Unis ont fait grimper à 5 % les taux des obligations américaines à 10 ans. Le pic des taux pourrait encore être devant nous maintenant que les banquiers centraux, qui dépendent des données, se stabilisent sur le plateau des taux directeurs, laissant au marché obligataire le soin de déterminer si d'autres mesures sont nécessaires en l'absence de directives fermes. Même le marché obligataire japonais n'échappera pas à cette dynamique. L'histoire montre que le pic des taux des obligations américaines à 10 ans était très proche du pic du taux directeur lors des derniers cycles, de sorte que le pic des taux des obligations américaines à 10 ans pourrait cette fois-ci légèrement dépasser les 5 %. Tant que l'IPC aux États-Unis n'est pas nettement inférieur à 3 %, les obligations américaines à long terme ne constituent pas une bonne couverture contre le risque actions.

Graphique 7 : Les bons du Trésor à 10 ans atteindront probablement un pic, mais en dessous du pic des taux des Fed funds



Source : LSEG Datastream, Robeco

La Fed étant pour l'instant dans l'expectative, toute nouvelle surprise macroéconomique positive pour l'économie américaine pourrait entraîner une nouvelle pentification baissière, peut-être alimentée par des inquiétudes concernant l'offre nette en 2024, avec un dérapage budgétaire nécessitant également un term premium plus élevé. Notre analyse montre que les courbes ont généralement tendance à se pentifier avant le début d'une récession, les quatre derniers cycles ayant été marqués par un spread positif moyen de 60 points de base entre les taux des bons du Trésor américain à 10 ans et à 2 ans au début de la récession selon le NBER.

	10-2s au début de la récession (en %)	Niveau 10-2s auquel le premier abaissement des taux par la Fed a eu lieu (en %)
Juil/90	0,4	0,4
Mar/01	0,7	0,5
Déc/07	1,0	0,6
Fév/20	0,2	0,0
Moyenne	0,6	0,4

Si l'histoire se répète, il pourrait y avoir une pentification supplémentaire en 2024, bien qu'il soit peu probable qu'il s'agisse d'une pentification baissière à part entière (c'est-à-dire principalement alimentée par l'extrémité longue de la courbe), en particulier si nous approchons d'un ralentissement aux États-Unis. À mesure que les fissures sur le marché du travail américain deviendront plus évidentes au second semestre 2024, la probabilité accrue d'un abaissement de la part de la Fed entraînerait une transformation de la pentification baissière en une pentification haussière avec, en particulier, un redressement du côté à 2 ans de la courbe. Habituellement, les taux des bons du Trésor américain à 10 ans diminuent de 60 pb après un pic du taux directeur de la Fed au cours des 12 mois suivants. Alors que la partie longue de la courbe au Royaume-Uni et aux États-Unis semble être valorisée de manière attractive pour entrer dans une position de duration longue, nos modèles de valorisation indiquent que le Bund à 10 ans n'est toujours pas bon marché.

“ Un bon point d'entrée pour le High Yield pourrait apparaître en 2024, car cette classe d'actifs est déjà relativement bien valorisée par rapport aux actions ”

Pour les classes d'actifs obligataires risquées, Investment Grade et High Yield, nous observons que la décompression des spreads a commencé, mais que les niveaux de valorisation sont tendus. Notre modèle de juste valeur HY suggère que le marché actuel devrait se négocier autour de 560 pb au lieu de moins de 500 pb. Même en cas de récession légère, les spreads HY se situent généralement entre 700 et 800 pb. Un élargissement de 200 à 300 pb du spread en 2024 pour les obligations HY mondiales ne serait pas incompatible avec le marché, en reconnaissant que le risque de refinancement augmente tandis que la couverture des intérêts se détériore sur fond de bénéfices décevants (voir la section sur les actions). Les entreprises dont les niveaux de trésorerie sont supérieurs à la moyenne seront néanmoins relativement préservées. Un bon point d'entrée pour le High Yield pourrait apparaître en 2024, car cette classe d'actifs est déjà relativement bien valorisée par rapport aux actions. Entre-temps, les obligations High Yield surperforment généralement les actions sur un horizon de 12 mois lorsque les spreads sont supérieurs à 700.

Perspectives sur les marchés actions : les bénéfiques font face à des vents contraires

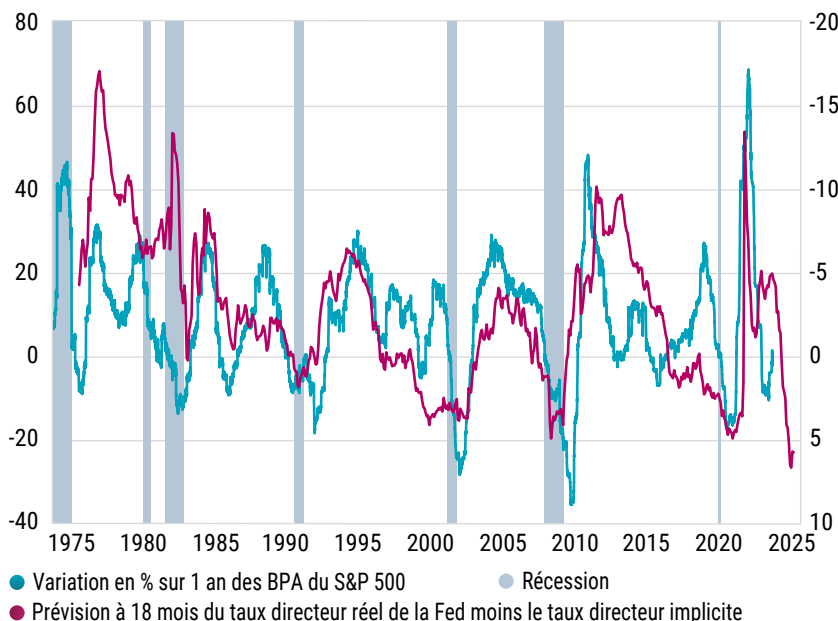
Nous pensons que le consensus du marché actions est correct lorsqu'il anticipe une compression des multiples pour 2024, compte tenu d'une nouvelle baisse attendue de la liquidité excédentaire, d'une situation géopolitique turbulente nécessitant des primes de risque plus élevées et de la persistance de taux d'intérêt réels élevés pendant plus longtemps. Pourtant, nous pensons que le marché surestime la croissance des bénéfiques. En période de ralentissement économique, les multiples et les bénéfiques se contractent généralement. Le consensus actuel des prévisions de croissance du BPA du MSCI ACWI pour 2024 (11,4 %) est difficile à concilier avec notre opinion selon laquelle les économies du G7 seront largement stagnantes en 2024. Après avoir atteint un pic dans les taux directeurs du G7, le bénéfice par action du MSCI ACWI diminue généralement de 2 % au cours des six mois suivants et de près de 10 % au cours de l'année suivante.

BPA MSCI AC World après le pic des taux directeurs du G7

	6M	12M
Fév/95	-5,3 %	-16,2 %
Déc/00	-3,2 %	-21,3 %
Août/07	3,7 %	2,2 %
Déc/18	-1,7 %	-4,0 %
Moyenne	-1,6 %	-9,8 %

Notre indicateur de resserrement de la Fed (taux directeur réel moins l'estimation de la règle de Taylor) laisse également entrevoir une nouvelle faiblesse des bénéfiques globaux avant qu'une reprise durable puisse s'installer.

Graphique 8 : Le degré de resserrement de la Fed suggère un risque à la baisse pour le consensus sur le BPA de 2024



Source : LSEG Datastream, Robeco

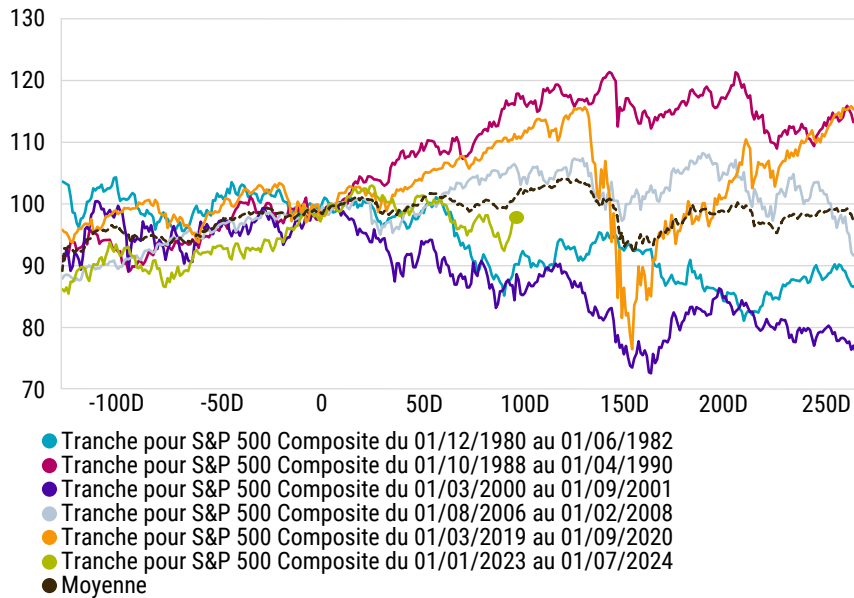
En résumé, nous estimons que les risques pour le consensus des prévisions de bénéfices pour 2024 sont orientés à la baisse. Toutefois, l'Europe fait exception à cette règle : les estimations consensuelles de croissance du BPA semblent trop pessimistes (3 %), même si l'on ne prévoit qu'une reprise modérée après une légère récession dans la zone euro fin 2023/début 2024. L'activité de rachat par des entreprises européennes riches en liquidités constitue un plancher. Le marché actions japonais n'est pas cher en termes de ratio cours/bénéfice prévisionnel. La performance relative du Japon par rapport au MSCI AC World est à la traîne par rapport à l'affaiblissement du yen, ce qui reflète une future appréciation du yen. Si le taux de change USD-JPY se maintient au-dessus de 130 en 2024, les exportateurs japonais pourraient bénéficier d'un effet de levier.

La décote des actions des marchés émergents par rapport aux actions des marchés développés est supérieure à la moyenne historique (une décote de 35 % sur le ratio cours/bénéfice). Nous estimons qu'il s'agit d'un bon point d'entrée pour les marchés émergents (ME) lorsque le dollar américain atteint un pic et que la vague de mesures de relance récentes en Chine commence à porter ses fruits et à fournir une poussée pour le groupe élargi des marchés émergents. Toutefois, les prévisions consensuelles de croissance de 15 % du BPA sur 12 mois restent un obstacle très élevé à franchir dans le contexte de la récession du G7 en 2024. Sans une forte reprise de l'industrie manufacturière mondiale, il est difficile d'envisager un rally soutenu des marchés émergents.

“Le principal risque à la hausse par rapport à notre scénario de base est la possibilité d'une forte expansion des multiples sur le marché actions en général

Le marché actions américain est cher, se négociant à un multiple de 30,8 sur la base du Shiller CAPE et a tendance à se négocier à la baisse en moyenne un an après le pic d'inversion de la courbe 10-2, ce qui corrobore notre vision baissière à la fois sur les BPA et la contraction des multiples pour les six à douze mois à venir. Le principal risque à la hausse par rapport à notre scénario de base est la possibilité d'une forte expansion des multiples sur le marché actions en général. Ce phénomène est déclenché par une forte baisse des rendements réels, la Fed procédant à des abaissements de taux parce que l'inflation s'est rapprochée de l'objectif fixé au cours d'un atterrissage en douceur.

Graphique 9 : S&P 500 après le pic d'inversion de la courbe 10-2 : selon le scénario de l'ère Volcker ?



Source : LSEG Datastream

Perspectives en matière de devises : un pic atteint pour le dollar, un yen plus fort

Nous estimons que le dollar américain est cher et qu'il se négocie avec une prime de 18 % par rapport à la PPA relative (parité de pouvoir d'achat). Si l'on examine également les différentiels de taux à 2 ans par rapport à l'euro, la paire euro-dollar devrait se négocier entre 1,15 et 1,20. Nous anticipons un pic dans le rally du dollar à mesure que la Fed se rapproche de la phase de réduction de son cycle, devançant ainsi la BCE. Une autre paire intéressante à surveiller en 2024 est la paire dollar-yen, car la décote du yen par rapport à la PPA relative a même dépassé le niveau record de 1982, à 34 %. Les éléments déclencheurs d'un rally du yen pourraient être externes, la Fed commençant à réduire ses taux directeurs, ou résulter de flux de valeurs refuges à la suite de turbulences géopolitiques. Les déclencheurs internes sont la sortie probable de la BoJ de sa politique de taux d'intérêt négatifs de longue date en 2024.

5. Synthèse

SIGNAUX 2024

	Liste de contrôle	Aujourd'hui	Anticipations à 12 mois
Bien que les bénéficiers aient été résilients, les cours des actions ont défié l'effet de gravité des taux plus élevés en 2023, avec une correction anticipée à mesure que les cours réagissent aux révisions à la baisse des BPA.	Valorisations		
Les bénéficiers des entreprises ont surpris par des signes de redressement des marges. Toutefois, l'impact des taux n'est pas encore pleinement perceptible. Le consensus est beaucoup trop optimiste en ce qui concerne les prévisions de bénéficiers mondiaux pour 2024.	Bénéficiers		
L'impulsion budgétaire devrait s'atténuer en 2024, bien qu'elle restera nettement expansionniste au cours d'une année électorale importante aux États-Unis et en Europe (Parlement européen).	Politique budgétaire		
Les taux directeurs resteront plus élevés pendant plus longtemps, car il s'avère difficile de ramener la valeur de base dans la fourchette de 2 à 2,5 %.	Politique monétaire		
Poursuite de la pentification (à la baisse) de la courbe des taux, ce qui est un signal de récession. La réévaluation des risques de récession et les turbulences géopolitiques devraient permettre aux taux obligataires à long terme d'atteindre un pic en 2024. La partie courte de la courbe a de meilleures cartes à jouer en 2024.	Pente de la courbe des taux	↑	
Les spreads devraient s'élargir en raison de la réévaluation du risque de récession en 2024/2025 et des conditions financières restrictives. Bon point d'entrée potentiel pour le High Yield fin 2024, mais la valorisation de l'Investment Grade est attractive par rapport au HY, même si elle pourrait dans un premier temps continuer à souffrir de vents contraires liés à la durée.	Spreads	↑	
Le dollar américain est cher à cause de l'écart par rapport à la parité relative du pouvoir d'achat et devrait se négocier autour de 1,15-1,20 sur la base des différentiels de taux par rapport à l'euro. Toutefois, il reste la seule « valeur refuge » aux États-Unis, car le dérapage budgétaire affecte les obligations par le biais de la reconstruction du term premium. Le yen devrait s'apprécier par rapport au dollar américain.	USD	↓	
Une légère récession entraînera probablement une baisse des prix du pétrole, mais un risque important de hausse subsiste en raison de la volatilité géopolitique.	Prix du pétrole/ de l'énergie	↓	
Les conditions financières devraient se resserrer en 2024, avec un risque de rupture (prêts à effet de levier, immobilier).	Conditions financières		
Les marchés de l'immobilier résidentiel vont probablement se refroidir en raison de la détérioration de l'accessibilité au logement et des défauts de paiement.	Marché de l'immobilier résidentiel		
Les taux de chômage aux États-Unis et dans la zone euro augmenteront de 1 à 2 % d'ici la fin de 2024, à mesure que le ratio de sacrifice résultant d'une politique monétaire restrictive augmente.	Marché du travail		

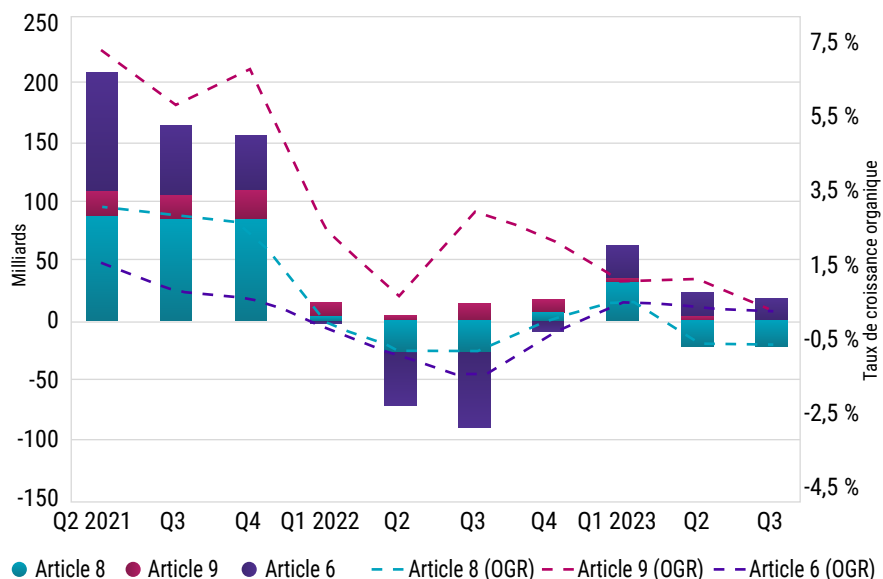
Perspectives en matière d'investissement durable

Même si l'année 2023 a été marquée par de forts vents contraires pour l'investissement durable, à long terme, nous constatons que le concept de durabilité est fermement ancré dans les réglementations, les émissions d'obligations et les assemblées d'actionnaires à venir.

1. Introduction : Quelques vents contraires, mais un soutien réglementaire à long terme pour l'investissement durable

L'investissement durable a dû faire face à des vents contraires en 2023. Tout d'abord, il y a eu un mouvement anti-ESG aux États-Unis, alimenté par l'opinion politique, qui a eu un impact significatif sur les entreprises et les investisseurs de manière globale. Ensuite, après plusieurs années de bonnes performances, les fonds durables – qui investissent généralement moins dans les énergies fossiles et plus dans les entreprises d'énergies renouvelables – ont connu une baisse des performances. Les prix élevés du pétrole et du gaz ont favorisé les entreprises d'énergies fossiles, tandis que les taux d'intérêt plus élevés ont découragé les projets d'énergies renouvelables, dans un secteur déjà très concurrentiel. Cette baisse des performances s'est reflétée dans les flux de fonds, qui ont été inférieurs à ceux des investissements traditionnels pour la première fois depuis longtemps (Graphique 1).

Graphique 1 : Flux de fonds trimestriels Article 8 et 9 (durable) en comparaison avec Article 6 (non durable)



Source : Morningstar Direct. Données de septembre 2023. Sur la base des données SFDR collectées à partir des prospectus sur 97,6 % des fonds disponibles à la vente dans l'UE, à l'exclusion des fonds du marché monétaire et des fonds nourriciers.

Le mouvement anti-ESG va-t-il se calmer ?

En dépit des critiques générales et des voix qui s'élèvent contre l'ESG, la plupart des institutions financières continuent en réalité à travailler intensément sur la durabilité et plus particulièrement sur tout ce qui a trait au climat. Cependant, un phénomène appelé « green-hushing » est en train de se répandre aux États-Unis, les stratégies ESG remplaçant le terme « ESG » par des expressions telles que « climat », « décarbonation », etc. sans apporter de réel changement à la stratégie pour éviter les pressions politiques. Les mesures d'incitation monétaires telles que l'Inflation Reduction Act (IRA) et les subventions d'État

créent des avantages économiques notables en plus d'avoir un impact positif sur le climat, et cela s'applique même à de nombreux États rouges (conservateurs). Dans le même temps, la SEC américaine travaille sur des directives afin que les entreprises commencent à rendre compte des risques liés au climat.

“ Les nouvelles générations continuent d'attendre des institutions financières qu'elles usent de leur influence pour faire progresser le développement durable ”

La question de savoir si le mouvement anti-ESG se fera moins entendre après les élections dépendra également du résultat. Sous la même administration américaine, le mécanisme des crédits d'impôt devrait rester un moteur de changement. Mais si le résultat des élections est différent, nous ne nous attendons pas à une interruption ou à un recul des projets en cours. Même avant l'introduction de l'IRA, les investissements dans les énergies renouvelables étaient déjà considérables et se sont poursuivis malgré l'arrivée d'une administration républicaine. Il en sera probablement de même aujourd'hui. En ce qui concerne la volatilité, il sera difficile de faire des prédictions, mais nous nous attendons à ce que le mouvement anti-ESG reste fort, du moins sur les questions sociales.

Que prévoyons-nous en termes de flux et de performances des fonds durables ? Étant donné le risque important que les prix du pétrole restent élevés plus longtemps en 2024 malgré le ralentissement de la croissance, le point d'inflexion dans la performance des fonds durables pourrait ne pas se produire en 2024. Par conséquent, cela pourrait signifier que les flux de fonds ne retrouveront pas (encore) leurs niveaux précédents. Dans le même temps, il existe encore de bonnes opportunités d'investissement durable. Selon l'Agence internationale de l'énergie, près de 500 gigawatts de capacité de production d'énergie renouvelable seront ajoutés en 2023, et au moins 1 milliard de dollars sont dépensés chaque jour rien que pour les nouvelles installations solaires. Même si les secteurs de l'éolien et du solaire sont tous deux très compétitifs et semblent moins attractifs à l'heure actuelle, il existe des expositions plus séduisantes dans la chaîne d'approvisionnement de ces entreprises, notamment dans le domaine des logiciels d'équipement des réseaux électriques, où la demande devrait dépasser les attentes et où les barrières à l'entrée sont beaucoup plus élevées.

Le développement durable à long terme continue d'être fermement soutenu par plusieurs tendances clés :

- **Les exigences réglementaires** : aux États-Unis comme dans le monde entier, la législation continue de promouvoir des solutions plus durables et ce mouvement ne montre aucun signe de ralentissement. Nous nous attendons à ce que des réglementations conformes au Cadre mondial de la biodiversité de Kunming-Montréal (GBF)² voient bientôt le jour. Les conséquences néfastes du réchauffement climatique deviennent de plus en plus tangibles, suivies de près par la perte de biodiversité³.
- **Les exigences des clients** : la demande d'investissements durables de la part des clients finaux reste élevée ; cette tendance se manifeste notamment par l'émission de titres de placement verts, comme les obligations vertes.
- **Les exigences sociétales** : les nouvelles générations continuent d'attendre des institutions financières qu'elles usent de leur influence pour faire progresser le développement durable, par exemple en engageant un dialogue avec les entreprises et en votant en faveur de mesures climatiques lors des assemblées d'actionnaires.

2. Adopté lors de la COP15 en décembre 2022, le GBF Kunming-Montréal définit une voie ambitieuse pour atteindre la vision globale d'un monde vivant en harmonie avec la nature d'ici 2050, avec des objectifs à plus court terme pour 2030.

3. Notre Enquête mondiale sur le climat 2023 montre que le réchauffement climatique et la biodiversité sont tous deux en tête des préoccupations des investisseurs.

2. Les cinq réglementations les plus importantes en matière d'investissement durable

La réglementation liée à la durabilité a progressé rapidement ces dernières années. Cela englobe non seulement des réglementations sur la divulgation d'informations par les investisseurs et les entreprises, comme le règlement SFDR européen⁴, le CSRD⁵ et le règlement de la SEC sur la divulgation d'informations sur le climat aux États-Unis⁶, mais aussi des réglementations sectorielles visant à modifier le comportement des entreprises et à stimuler le changement dans l'économie réelle.

Un tour d'horizon du paysage réglementaire lié à la durabilité révèle l'existence de plus de 40 lois différentes à divers stades de développement et couvrant une diversité de questions sociales et environnementales. Parmi ces questions, on retrouve notamment les émissions de carbone, la déforestation, les droits des travailleurs, la protection de la vie privée des consommateurs, les soins de santé et l'éducation financière, qui sont abordés à travers divers mécanismes tels que la divulgation d'informations, les taxes, les systèmes d'échange et les normes comportementales.

Une grande partie de la réglementation provient d'Europe, mais les États-Unis sont également prolifiques en matière de réglementation sur la durabilité (souvent au niveau des États plutôt qu'au niveau fédéral) et des pays d'Asie et d'Amérique latine sont également actifs dans ce domaine. En outre, l'impact de la réglementation élaborée en Europe et aux États-Unis dépasse souvent les frontières législatives par le biais des entreprises multinationales et des chaînes d'approvisionnement mondiales.

2021

- Loi chinoise sur la sécurité des données
- Révision de la Corporate Governance au Japon

2022

- IRA
- Loi américaine sur la prévention du travail forcé des Ouïghours

2023

- Système d'échange de quotas d'émission japonais
- Législation sur la cybersécurité des soins de santé aux États-Unis
- Politique japonaise de transformation verte
- Renforcement de l'obligation de divulgation d'informations sur le capital humain pour les entreprises japonaises

2024

- CSRD
- Climate Disclosure Rule de la SEC aux États-Unis
- Législation européenne sur une économie circulaire des batteries
- Lois européennes sur la sécurité des réseaux et de l'information
- Règlement national américain sur l'eau potable
- Loi sur les marchés numériques de l'UE

2025

- Règles en matière de divulgation d'informations sur le climat Hong Kong
- Loi sur la déforestation
- Système chinois de responsabilité des producteurs de matières plastiques
- Directive européenne sur l'efficacité énergétique des bâtiments - Amendement IV

2026

- CBAM dans l'UE
- CSDDD
- Réductions de prix des médicaments de l'IRA

2030

- Vision de l'UE pour des textiles circulaires

2035

- Interdiction de facto par l'UE de véhicules neufs à moteur à combustion interne

Calendrier imprécis

- Règlement de l'UE sur l'écoconception des produits durables
- Directive européenne sur les allégations écologiques
- Mise à jour des Green Guides aux États-Unis
- Loi sur les minéraux critiques de l'UE
- Directive européenne sur les déchets
- Réglementation sur l'IA

4. Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, qui promeut la transparence des acteurs des marchés financiers à l'égard des investisseurs.

5. Directive concernant la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, qui oblige les grandes entreprises cotées en bourse à rendre compte des risques sociaux et environnementaux auxquels elles sont confrontées, ainsi que de l'impact de leurs activités sur les personnes et l'environnement. Elle remplace la précédente directive relative à la publication d'informations non financières.

6. La Climate Disclosure Rule de la SEC, qui propose de nouvelles règles pour la divulgation d'informations sur les risques financiers liés au climat dans les déclarations de la SEC. Les entreprises publiques seront tenues de divulguer des informations sur leur gestion des risques climatiques et leurs émissions de gaz à effet de serre dans leurs déclarations d'enregistrement et leurs rapports annuels.

Les analystes sectoriels de l'ID de Robeco ont identifié certaines des réglementations les plus significatives et les plus remarquables en matière de durabilité. En général, les objectifs de durabilité sont alignés sur des résultats économiques souhaitables à long terme. Toutefois, à court terme, les entreprises sont souvent confrontées à des besoins d'investissements accrus et/ou à des coûts d'exploitation plus élevés.

1

La loi IRA américaine de 2022 reste la réglementation financièrement la plus significative dans le secteur de l'énergie. Cette loi a apporté un énorme soutien financier aux techniques de captage, d'utilisation et de stockage du carbone (CSUC), et avec de nouvelles alertes en 2023 sur les dommages climatiques irréversibles, il est probable que les investissements dans les projets de CSUC continueront à augmenter en 2024.

Les entreprises spécialisées dans l'exploration, la production et le raffinage sont bien placées pour saisir cette opportunité, car elles disposent des connaissances, des économies d'échelle et des ressources nécessaires. Les carburants d'aviation durables (CAD) sont un vrai sujet d'actualité. À l'heure actuelle, moins de 1 % du carburant d'aviation est d'origine biologique, mais son potentiel est bien plus élevé, car l'industrie aérienne doit réduire ses émissions de 65 % d'ici 2030⁷. Il est probable que d'autres gouvernements suivront l'exemple en encourageant le développement des CAD.

La loi IRA a également des implications pour le secteur de la santé aux États-Unis, bien que l'objectif de rendre les médicaments plus abordables pèsera naturellement sur le pouvoir de fixation des prix des entreprises pharmaceutiques. Les effets ne se feront sentir qu'une fois que les exclusivités des brevets pharmaceutiques commenceront à expirer. Cependant, en 2024, les entreprises en apprendront davantage sur les réductions de prix qui s'appliqueront en 2026. La loi IRA influence déjà les stratégies d'innovation des entreprises biopharmaceutiques, qui réévaluent leurs pipelines afin de donner la priorité à des succès plus importants et plus rapides, compte tenu des nouvelles directives sur l'évolution des prix.

2

Le règlement de l'UE relatif aux chaînes d'approvisionnement « zéro déforestation » entrera en vigueur à la fin de 2024 pour les grandes entreprises et aura un impact significatif sur les chaînes d'approvisionnement des entreprises de consommation, ce qui pourrait déclencher des pressions inflationnistes plus larges au cours de l'année ou des deux années à venir. Les producteurs alimentaires, les détaillants de produits de base et les restaurateurs devront étendre leur diligence raisonnable aux matières premières (bois, huile de palme, bétail, soja, cacao, café) afin de prouver qu'elles ne contribuent pas à la déforestation.

Les matériaux entrants doivent être traçables jusqu'au niveau de la parcelle individuelle grâce à un suivi par satellite, ou il doit être prouvé qu'ils n'enfreignent aucune loi pertinente sur la déforestation des pays fournisseurs ni la législation sur les droits de l'homme en vertu du droit des Nations Unies. Les entreprises disposant d'une traçabilité avancée de leur chaîne d'approvisionnement, ou celles qui travaillent déjà avec des fournisseurs plus durables, sont susceptibles d'avoir un avantage, tandis que les marques disposant d'un fort pouvoir de fixation des prix pourraient être en mesure de répercuter (en partie) les coûts sur les consommateurs.

D'autres devront développer des chaînes d'approvisionnement alternatives, ce qui peut s'avérer fastidieux et coûteux. Les prix des matériaux provenant de sources durables étant déjà élevés, le coût des denrées alimentaires et d'autres biens de consommation pourrait lui aussi augmenter. Au-delà de 2024, la directive européenne sur le devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité, dite « CSDD », étendra les exigences aux droits de l'homme et à d'autres questions environnementales.

7. IATA: <https://www.iata.org/en/pressroom/pressroom-archive/2021-releases/2021-10-04-03/>

3

Dans le secteur de l'immobilier, la version 4 de la directive sur la performance énergétique des bâtiments (DPEB) est imminente, avec une proposition qui devrait entrer en vigueur en 2025. À l'ordre du jour figurent des critères plus stricts à la fois pour les bâtiments neufs et anciens, l'introduction d'exigences applicables aux bâtiments à émissions nulles, le calcul du potentiel de réchauffement planétaire tout au long du cycle de vie et des normes minimales en matière de performance énergétique. Les investisseurs immobiliers devront agir rapidement en 2024 pour revoir leurs portefeuilles et procéder à une mise aux normes, le cas échéant, afin d'éviter des dépréciations d'actifs.

4

Bien qu'il soit moins probable que cela se produise au cours des 12 prochains mois, les investisseurs à long terme doivent être attentifs aux réglementations relatives aux ressources qui commencent à se concrétiser. Par exemple, la loi européenne sur les matières premières critiques aura un impact sur plusieurs secteurs. Son objectif est de garantir un approvisionnement sûr et durable en métaux et matières premières critiques en Europe, de promouvoir le recyclage et d'aider à atteindre les objectifs climatiques de l'Union européenne.

Les producteurs de métaux déjà engagés dans le recyclage seront bien positionnés pour la transition et les autres devront suivre le mouvement bien avant la date de mise en œuvre de 2030 s'ils veulent être compétitifs. Pour les industries qui dépendent d'un approvisionnement en métaux critiques, comme les équipements technologiques et les semi-conducteurs, il est probable qu'il y ait une pression sur les coûts à moyen terme si la capacité d'approvisionnement locale ne peut pas être établie assez rapidement pour répondre à la demande.

5

Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'UE – la « première taxe carbone frontalière au monde » – est entré en vigueur en octobre 2023. À partir de maintenant, les secteurs à fortes émissions (ciment, engrais, fer et acier, aluminium, hydrogène et électricité) doivent déclarer la quantité d'émissions de carbone incorporées dans leurs produits importés dans l'UE. Bien qu'une taxe carbone ne soit pas appliquée avant 2026, date à laquelle tous les secteurs seront concernés, les entreprises (et leurs investisseurs) chercheront, au cours des deux prochaines années, à quantifier l'impact financier sur leur entreprise. Les recycleurs et les producteurs de matériaux critiques sont également bien positionnés, tandis que les grands émetteurs de carbone peuvent s'attendre à des coûts plus élevés.

Ces cinq réglementations clés ne sont que la partie visible de l'iceberg des nombreux et complexes changements réglementaires à venir, axés sur la durabilité, qui modifieront le comportement et les activités des entreprises en 2024. L'élaboration des réglementations prend souvent des années, mais les investisseurs doivent être conscients des implications des nouvelles réglementations bien avant leur entrée en vigueur.

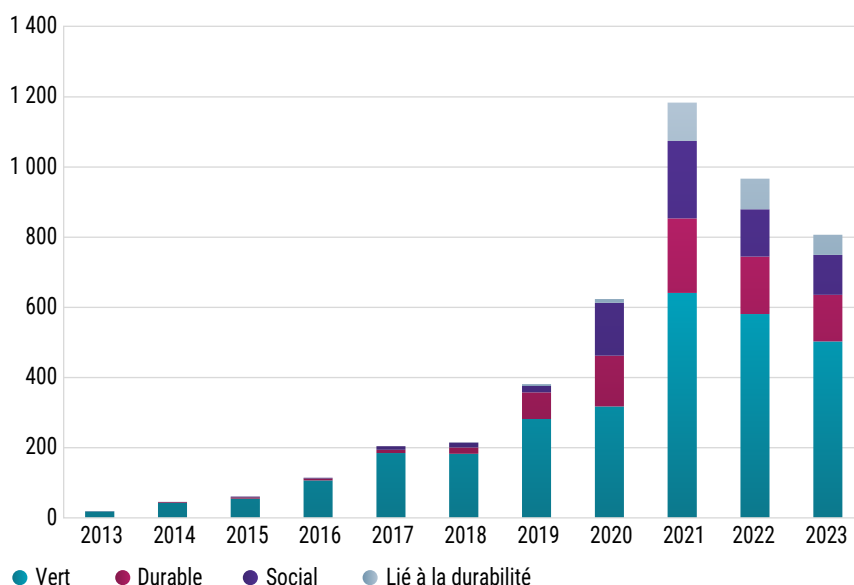
Bon nombre de ces évolutions réglementaires obligeront les entreprises à supporter les coûts qu'elles étaient auparavant en mesure de répercuter sur la société. Et les modèles d'entreprise en transition devront prendre en compte le capital à investir dans des solutions durables, ce qui est facilité par le marché ESG croissant.

3. Prédications de croissance du marché des obligations ESG l'année prochaine

L'émission d'obligations ESG, également connues sous le nom d'obligations GSS+⁸, devrait augmenter l'année prochaine, mais le fait qu'elle atteigne des niveaux records comme en 2021 dépendra de l'offre et de la demande. Du côté de l'offre, comme les taux d'intérêt semblent devoir baisser en 2024, les entités seront plus disposées à financer leurs plans de durabilité à moindre coût, ce qui pourrait avoir des effets positifs sur la croissance du marché des obligations ESG. En outre, le mouvement anti-ESG en cours aux États-Unis pourrait entraîner un ralentissement de la croissance des émissions, mais nous pensons que le fort potentiel de la région Asie-Pacifique et d'autres pays émergents compensera ce ralentissement et que les émissions en provenance d'Europe resteront fortes.

Du côté de la demande, les évolutions réglementaires telles que la norme européenne pour les obligations vertes (adoptée en octobre 2023 et qui devrait entrer en vigueur fin 2024) et le grand nombre de taxonomies apparaissant dans les pays émergents (comme le Brésil et le Mexique) devraient favoriser une plus grande transparence et susciter l'intérêt des investisseurs. De plus, la disparition du « greenium » (différence de coût d'emprunt entre les obligations ESG et non ESG) constituera un signal pertinent d'un marché qui arrive à maturité et incitera les investisseurs à y participer plus activement. Cela correspond à un appétit croissant pour les stratégies d'impact investing et à la volonté de démontrer les engagements pris en matière de durabilité.

Graphique 2 : Émissions d'obligations ESG par type (en milliards d'USD)



Source : Bloomberg NEF. Informations datées de septembre 2023 (données 2023 en cumul annuel). À titre indicatif uniquement. Les données ne représentent pas une stratégie d'investissement spécifique de Robeco.

8. Les obligations vertes, sociales, durables et liées à la durabilité sont collectivement appelées obligations thématiques, GSS, GSS+, ESG ou obligations durables (Banque mondiale, 2022).

Nous nous attendons à ce que la croissance des émissions soit hétérogène parmi les différents segments, les obligations vertes devant rester les plus dynamiques. En outre, nous anticipons une diversification accrue dans les catégories de produits des obligations vertes. Si l'atténuation du réchauffement climatique reste la catégorie la plus importante, nous constatons qu'une part importante des produits des obligations est allouée à des projets liés à la biodiversité ou à l'économie des océans (« obligations bleues »), une tendance qui devrait selon nous se poursuivre. Les récentes orientations sur les obligations bleues, émises par un groupe composé de représentants de l'ICMA et des Nations Unies, contribueront à améliorer la qualité et l'émission de ces instruments.

En ce qui concerne les émissions d'obligations sociales et durables, nous prévoyons également une hausse, bien qu'à un rythme plus lent, alimentée par l'intérêt des émetteurs de la région Asie-Pacifique (par exemple, la Corée du Sud, le Japon) et des institutions supranationales, respectivement. Enfin, les obligations liées à la durabilité pourraient se redresser encore plus qu'en 2023, car davantage d'émetteurs sont susceptibles de mettre en œuvre les recommandations de l'ESMA et de l'ICMA. Cela permettra d'améliorer la structure de ces obligations et de renforcer la confiance des investisseurs.

4. Dialogue actionnarial : que peut-on attendre de la saison des AGA 2024 ?

Avec l'importance croissante de la durabilité, les actionnaires sont devenus plus actifs dans l'exercice de leurs droits d'actionnaires. Non seulement la participation a augmenté, mais les actionnaires changent également de ton en ce qui concerne les thèmes qu'ils souhaitent aborder. Les résolutions des actionnaires sont généralement un indicateur fiable de ce qui préoccupe les investisseurs institutionnels.

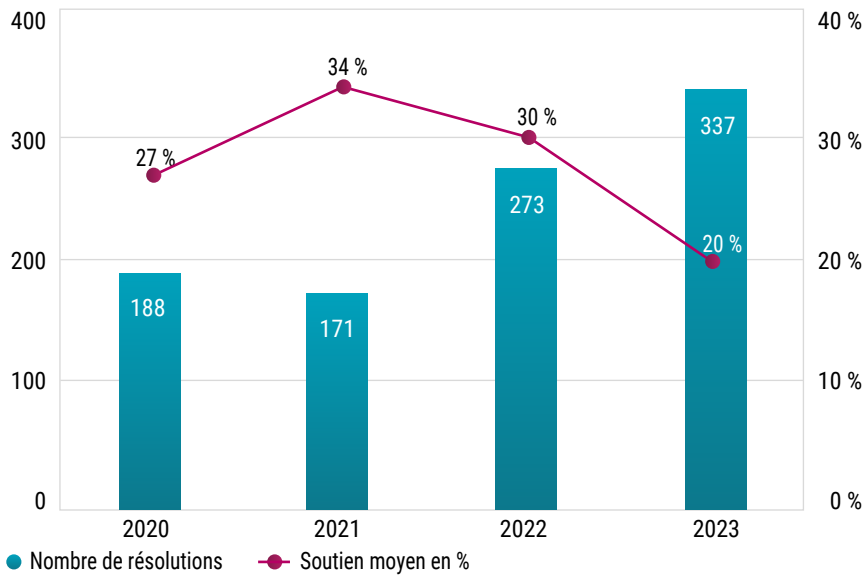
Le réchauffement climatique a capté une grande partie de l'attention ces dernières années et continuera à le faire. Toutefois, les résolutions sur l'égalité des chances, les politiques de diversité, le financement et les politiques de prix des vaccins ont reflété des questions sociétales urgentes. Malgré le peu de résolutions déposées jusqu'à présent, les premières indications suggèrent que les questions liées au climat resteront au centre des préoccupations en 2024. La transparence fiscale et l'intelligence artificielle – des sujets qui font depuis longtemps partie du programme de dialogue actionnarial de Robeco – ont récemment suscité l'intérêt de plusieurs investisseurs et nous nous attendons à ce que d'autres résolutions soient déposées sur ces thèmes.

Un retour à la raison ?

Alors que les discussions entre actionnaires commencent à refléter des préoccupations sociétales plus larges, elles sont également devenues plus polarisées et politisées. Cette tendance a donné naissance à un mouvement dit « anti-ESG » qui s'oppose à l'idée que l'univers de l'investissement devrait faire de la place pour l'ESG. Plusieurs résolutions d'actionnaires ont été déposées afin de s'opposer aux CEO qui étaient devenus trop « conscientisés » et qui étaient perçus comme étant en quête d'une perspective plus large que la seule recherche du profit.

D'un autre côté, plusieurs actionnaires soucieux de l'ESG sont frustrés par la lenteur des progrès sur des sujets tels que le réchauffement climatique et les objectifs de développement durable, ce qui les pousse souvent à intensifier leur implication et à adopter des positions plus fermes lors des votes. Quoi qu'il en soit, il semble que la tendance à la hausse du soutien aux résolutions E&S ait connu un repli au cours des deux dernières années (voir Graphique 3), le débat public se concentrant sur l'autre extrémité du spectre et sur le manque d'accent sur les progrès concrets. Pour changer le cours des choses, plutôt que de se concentrer sur les désaccords, le débat devrait porter sur les résultats réalisables à moyen terme et sur la planification à plus long terme. Nous nous attendons à ce qu'à l'approche de plusieurs élections importantes, le ton adopté lors des AGA en 2024 tourne autour de l'escalade avant un retour à un dialogue constructif.

Graphique 3 : Résolutions des actionnaires sur des questions environnementales et sociales : Volume et support moyen



Source : Base de données Morningstar sur les votes par procuration. Données au 28 août 2023. Remarque : Le graphique présente les données des entreprises américaines pour les exercices se terminant le 30 juin.

La SRD 2.0

L'application de la directive modifiée sur les droits des actionnaires (SRD) a obligé les entreprises de l'UE à solliciter l'approbation de leurs actionnaires sur leurs politiques de rémunération, et ce tous les quatre ans à partir de 2020. Les entreprises engagées dans un dialogue continu avec leurs actionnaires sur les plans de rémunération ont généralement évité les mauvaises surprises.

Toutefois, les entreprises qui avaient ignoré le mécontentement du marché et n'avaient pas obtenu l'approbation nécessaire ont été contraintes de multiplier les discussions entre les comités de rémunération et les actionnaires à cause de résolutions insuffisantes concernant les rémunérations. Étant donné que les entreprises doivent faire approuver leur politique par leurs actionnaires tous les quatre ans, l'année 2024 devrait susciter davantage de débats. C'est l'occasion d'insister davantage sur la mise en place de structures d'incitation qui alignent la direction sur les besoins des investisseurs, tant d'un point de vue financier que durable.

5. Conclusion : opérer un changement

Même si l'année 2023 a été marquée par de forts vents contraires pour l'investissement durable (et nous ne pouvons pas garantir qu'ils ne souffleront pas à nouveau en 2024), à long terme, nous constatons que le concept de durabilité est fermement ancré dans les réglementations, les émissions d'obligations et les assemblées d'actionnaires à venir. Les cinq réglementations clés ne sont que la partie visible de l'iceberg des nombreux et complexes changements réglementaires à venir, axés sur la durabilité, qui devraient modifier le comportement des entreprises en 2024 et avoir un impact durable sur leur mode de fonctionnement. Investisseurs, soyez sur vos gardes ! Les obligations ESG et les obligations durables continueront à susciter l'intérêt. La disparition du « greenium », l'avantage en termes de coût des obligations ESG par rapport aux obligations non ESG, signifie que le marché arrive à maturité et peut encourager une participation accrue et plus large des investisseurs.

Enfin, lors des assemblées générales des entreprises, les partisans et les opposants continueront d'aborder les questions ESG par le biais de propositions d'actionnaires. Le débat public se concentrant sur les extrémités du spectre, nous estimons que l'accent n'est pas suffisamment mis sur les progrès concrets. Le débat devrait être plus productif et axé sur des résultats réalisables et sur une planification à long terme. Nous nous attendons cependant à ce qu'avec plusieurs élections clés à venir, le ton autour des AGA en 2024 continue à tendre vers l'escalade, avant de revenir à un dialogue constructif.

Informations importantes

Ces informations se réfèrent uniquement à des informations générales sur Robeco Holding B.V. et/ou ses sociétés liées, affiliées et filiales, (« Robeco »), l'approche, les stratégies et les capacités de Robeco. Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels, au sens d'investisseurs considérés comme clients professionnels, qui ont demandé à être traités comme tels ou qui ont été autorisés à recevoir ce type d'informations conformément à toute loi applicable. Sauf indication contraire, les données et informations rapportées proviennent de Robeco, sont, à la connaissance de Robeco, exactes au moment de la publication et sont fournies sans garantie d'aucune sorte. Toute opinion exprimée est uniquement celle de Robeco. Elle ne constitue pas une déclaration factuelle, elle est susceptible d'être modifiée et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement. Ce document a pour seul but de donner un aperçu de l'approche et des stratégies de Robeco. Il ne remplace pas un prospectus ou tout autre document juridique concernant un instrument financier spécifique. Les données, informations et opinions contenues dans le présent document ne constituent pas et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre, une invitation ou une recommandation d'effectuer des investissements ou des désinvestissements ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription à des instruments financiers ou comme des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de recherche en matière d'investissement ou comme une invitation à en faire tout autre usage. Tous les droits relatifs aux informations contenues dans la présente publication sont et resteront la propriété de Robeco. Le présent document ne peut pas être reproduit ni distribué au public. Aucune partie du présent document ne peut être reproduite ou publiée sous quelque forme que ce soit ou de quelque manière que ce soit sans la permission préalable et écrite de Robeco.

Robeco Institutional Asset Management BV (n° de registre 24123167) est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et autorisée à la libre prestation de service en France. Robeco France est une filiale de Robeco dont l'activité est basée sur la promotion et la distribution des fonds du groupe aux investisseurs professionnels en France. Tout investissement est soumis à un risque et notamment de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Pour plus d'information et avant toute décision d'investissement, il convient de se référer aux documents d'informations clés pour l'investisseur et prospectus des fonds, disponibles sur www.robeco.com/fr.

© Q1/2023 Robeco

Les perspectives d'investissement pour 2024 ont été rédigées par **Peter van der Welle** (stratégiste multi-actifs) et **Colin Graham** (responsable des stratégies multi-actifs durables) de l'équipe Multi-actifs de Robeco. Les perspectives d'investissement durable ont été rédigées par **Masja Zandbergen** (responsable de l'intégration ESG), **Michiel van Esch** (responsable du vote), **Rachel Whittaker** (responsable de la recherche en investissement durable), **Gino Betata** (analyste/chercheur FI) et **Malene Christensen** (analyste/chercheur FI).

Pour en savoir plus,
consultez le site web de Robeco