

ENTRER DANS UNE NOUVELLE RÉALITÉ

Veuillez noter que ce document peut contenir un langage technique. Pour cette raison, il n'est pas recommandé aux lecteurs sans expérience professionnelle en investissement.



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT 2024



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'investisseur
durable d'un
monde qui change

SOMMAIRE

Lettre aux investisseurs	4
Synthèse	5

MACROÉCONOMIE ET MARCHÉS

Entrer dans une nouvelle réalité	7
Notre vision sur l'allocation d'actifs en 2024	10

DURABILITÉ

Quatre thèmes environnementaux majeurs pour 2024	14
--	----

THÈMES D'INVESTISSEMENT

Destruction créatrice – Comment l'IA transforme l'économie	17
Intelligence artificielle – Vers une année cruciale	20
Faut-il investir en Chine ? Perspectives macroéconomiques	24
La dette d'infrastructure est à un moment charnière alors que les investisseurs se tournent vers les actifs bas-carbone	28

PANORAMA DES CLASSES D'ACTIFS	32
-------------------------------	----

LES AUTEURS



DANIEL MORRIS

CFA, Responsable de la stratégie
de marché, Londres



MAYA BHANDARI

Responsable globale
de la gestion Multi-actifs, Londres



ALEXANDER BERNHARDT

GResponsable global
de la recherche ESG, Boston



MATTHIJS LEENDERTSE

Consultant Innovation Digitale
et Conférencier, Amsterdam



PAM HEGARTY

CFA, Gérante de portefeuille senior,
Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Spécialiste
de l'investissement, Boston



CHI LO

Economiste senior de marché
APAC, Hong Kong



DAVID DRAY

Relation investisseurs,
Paris



STÉPHANIE PASSET

Responsable adjoint de la dette
d'infrastructure, Paris



VINCENT GUILLAUME

CFA, Responsable adjoint de la dette
d'infrastructure, Paris

**ROBERT GAMBI**

Responsable global des gestions, Londres

Lettre aux investisseurs

La volatilité est la nouvelle norme. 2023 s'est avérée être une nouvelle année de changements profonds et souvent imprévus dans l'économie mondiale et les marchés financiers. L'année 2024 devrait connaître une situation similaire, ce qui offrira de nouvelles opportunités aux gérants actifs pour répondre aux attentes de leurs clients.

Les banques centrales ont repris là où elles s'étaient arrêtées en 2022, en augmentant les taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation. Il eut été permis de penser que l'économie mondiale finirait par céder sous le poids des 500 points de base de hausse de taux imposée par les banques centrales depuis 2021.

Toutefois, la récession mondiale tant attendue ne s'est pas encore concrétisée. Si la croissance a été anémique en Europe, elle a été remarquablement robuste aux États-Unis, et le marché du travail a fait preuve de résilience des deux côtés de l'Atlantique. Alors que l'année touche à sa fin, il devient de plus en plus évident que les prix augmentent beaucoup plus lentement qu'un an auparavant.

En 2024, les marchés financiers vont continuer à scruter les perspectives de croissance et d'inflation, et ce que cela implique pour les valorisations des actifs, qui sont particulièrement sensibles à la politique monétaire et à la santé de l'économie. Mais les marchés ne se contentent pas de suivre un rythme cyclique à court terme.

En effet, les grands mouvements de marché de ces derniers mois doivent sans doute beaucoup aux hésitations des investisseurs sur la direction que prend l'économie à long terme. Les rendements obligataires à long terme ont augmenté alors que les investisseurs ont réévalué non pas tant le sommet que les taux directeurs devraient atteindre à court terme, mais plutôt le niveau où ils se stabiliseront à long terme – et la prime qu'ils exigent en contrepartie de l'incertitude entourant cette trajectoire.

Pendant ce temps, les marchés ont dû prendre en compte les progrès technologiques rapides accomplis par l'intelligence artificielle (IA) annoncés dans les médias et envisager quel impact ceux-ci pourraient avoir sur la productivité et la rentabilité des entreprises à long terme. En effet, il est essentiel de se rendre compte à quel point les marchés sont optimistes quant à l'impact potentiel de l'IA sur les bénéfices futurs pour comprendre l'apparente résistance du marché actions américain face à la hausse significative des rendements obligataires.

Bien entendu, l'avis des investisseurs sur le niveau où les taux finiront par s'établir, le niveau de rémunération exigé par ceux-ci pour accepter le risque ou l'impact de l'IA sur les bénéfices, qui entrent dans les valorisations actuelles, sont des données qui sont toutes, par nature, éphémères. Les marchés continueront d'évaluer l'impact de ces thématiques de fond au fur et à mesure qu'elles se développent et de revoir les valorisations des actifs en conséquence.

Notre tâche en tant que gérants actifs est de garder une longueur d'avance sur ces développements grâce à des analyses pointues qui mènent à une sélection de titres judicieuse qui reflète nos fortes convictions.

Synthèse

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

En 2024, le combustible qui avait alimenté l'activité économique en 2023 commencera à s'épuiser. Aux États-Unis, l'épargne excédentaire (accumulée pendant la pandémie) sera bientôt épuisée, et les investissements des entreprises diminueront. L'Europe est plus vulnérable au risque de récession et sera confrontée à une stagflation, tandis que la Chine peine à résoudre sa crise immobilière.

Le resserrement des conditions financières pèsera sur la croissance économique et les bénéfices des entreprises. Les gouvernements pourraient revenir sur leur soutien à l'économie à mesure qu'ils se concentreront sur la réduction de la dette. Le principal risque est que la croissance ralentisse plus que ce que les marchés anticipent.

Le paysage géopolitique devient de plus en plus complexe et difficile, avec des tensions évidentes de l'Ukraine à Taiwan et maintenant en Israël. Bien qu'il y ait de bonnes chances que la géopolitique et le calendrier électoral aient un impact significatif sur les marchés en 2024, il est impossible de prédire à l'heure actuelle comment évoluera la situation avec suffisamment de fiabilité.

ALLOCATION D'ACTIFS – C'EST LE MOMENT DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous privilégions les obligations d'État aux actions, anticipant une baisse des rendements obligataires à mesure que les banques centrales réduiront leurs taux directeurs pour soutenir la croissance, ainsi qu'une baisse des cours des actions car les bénéfices attendus tarderont à se matérialiser.

UNE ÉCONOMIE DURABLE

Nous pensons qu'en tant qu'investisseurs, nous devons continuer à concentrer nos ressources sur une croissance à long terme et sur les opportunités permettant de promouvoir et préserver le développement durable, de faire progresser la transition énergétique et d'assurer la transition vers une économie à faibles émissions de carbone qui soit juste et équitable.

L'atténuation des effets du changement climatique et l'adaptation aux risques du réchauffement climatique nécessiteront toutes deux des solutions créatives. Des opportunités s'offrent aux investisseurs dans ce domaine, qui est une contribution essentielle aux efforts visant à parvenir à une transition juste.

THÈMES DE LONG TERME

Le champ d'applications incroyablement large de l'intelligence artificielle devrait stimuler l'innovation et la destruction créatrice dans les années à venir. Nous explorons le potentiel que celle-ci recèle dans le domaine de la santé, l'éducation, la logistique et la mobilité.

L'arrivée de ChatGPT a déclenché une course technologique d'avant-garde dans l'infrastructure des centres de données, le développement de nouveaux logiciels et les applications innovantes. L'IA sera probablement un moteur majeur de la demande de semi-conducteurs pour le reste de la décennie. Au milieu de tout cet optimisme euphorique, il existe également des facteurs de risque à surveiller, notamment les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), la réglementation et le sentiment en dents de scie des investisseurs.

Au sein des actifs non-côtés, nous considérons la dette d'infrastructures (routes, hôpitaux etc.) comme une classe d'actifs offrant aux investisseurs une pléiade d'opportunités. Celles-ci sont bien alignées sur les objectifs de rendement et de revenu de nombreux investisseurs, et mettent, de surcroît, de plus en plus l'accent sur le soutien à la transition vers une économie durable.

Concernant la Chine, nous adoptons une vision à long terme. Les problèmes cycliques actuels pourraient être résolus grâce à un soutien budgétaire massif, facilité par un assouplissement monétaire. Cela stimulerait la croissance et aiderait les prix des actifs à se redresser en 2024.



PERSPECTIVES MACRO



DANIEL MORRIS

CFA, Responsable de la stratégie de marché, Londres

Entrer dans une nouvelle réalité

Les récessions qui semblaient si inévitables en 2023 ont peut-être simplement été remises à plus tard. Au début de l'année, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans était de 3,9 % et le taux directeur américain devait culminer à 5 %. Même si les rendements des bons du Trésor sont plus élevés au moment de la rédaction de cet article, les prévisions des taux directeurs n'étaient pas loin de la réalité.

La raison pour laquelle les prévisions de croissance du PIB étaient plus éloignées de la réalité est principalement l'impact persistant des mesures de relance budgétaire massives au début de l'administration Biden, suivies par la loi sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act) agissant comme un « *Green New Deal* ». Ces mesures de relance ont stimulé la croissance et l'investissement comme prévu, mais au prix de rendements des bons du Trésor qui ont ponctuellement dépassé 5 %.

Les facteurs qui ont alimenté l'économie américaine en 2023 vont probablement disparaître en 2024. L'épargne excédentaire des consommateurs diminue et la hausse des taux d'intérêt a un effet inévitable sur la demande, tant de biens que de services, en particulier dans l'immobilier. Nous ne pensons néanmoins pas que le ralentissement mènera à une récession. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance trimestrielle du PIB américain début 2024, mais seulement provisoire.

Nous pensons que l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) continuera de se réduire lentement, dans la mesure où plusieurs trimestres de croissance du PIB inférieure à la tendance suffiront à ramener l'inflation sous-jacente mesurée par le déflateur des dépenses privées de consommation (DPC) à l'objectif de 2 % de la Réserve fédérale américaine, mais pas avant 2026 (voir graphique 1).

La patience de la Fed, qui a laissé l'inflation dépasser son objectif pendant si longtemps, est l'une des principales raisons de l'inversion de la courbe des taux, qui semblait signaler avec tant de clarté une récession au début de 2023, et qui aura probablement constitué un faux signal pour cette fois.

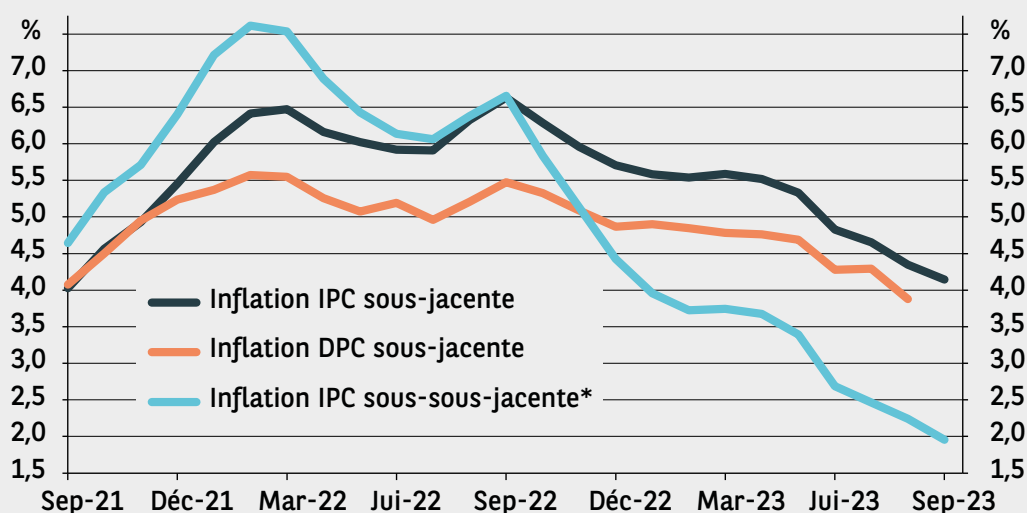
Une autre région du monde dans laquelle de nombreux investisseurs n'ont pas réussi à prédire la trajectoire de la croissance est la Chine. On pensait que la Chine connaîtrait un redémarrage similaire à celui observé aux États-Unis et en Europe, porté par une demande refoulée importante après trois ans de stratégie zéro Covid, prête à stimuler une forte croissance.

« Les relations commerciales avec les États-Unis resteront probablement difficiles, quel que soit le prochain président élu »

Cela semblait être le cas au début, mais le rebond s'est estompé beaucoup plus vite que prévu. Les ménages chinois n'ont pas accumulé autant d'épargne que ceux des États-Unis et d'Europe, car le soutien du gouvernement a été bien plus réduit et les inquiétudes portant sur le marché immobilier ont miné la confiance des consommateurs et des entreprises.

Graphique 1 : L'inflation ralentit

Variations annuelles; IPC = indice des prix à la consommation; DCP = dépenses de consommation personnelle



La croissance économique chinoise continuera probablement d'être décevante jusqu'à ce que Pékin prenne des mesures plus énergiques pour lutter contre les difficultés des promoteurs immobiliers et l'endettement des gouvernements locaux, dont les revenus dépendent des ventes de logements. Les relations commerciales avec les États-Unis resteront probablement également difficiles, quel que soit le prochain élu à la Maison Blanche.

L'Europe est la région où les prévisions négatives se sont largement avérées et où le pessimisme est encore potentiellement justifié. Elle a été confrontée à une hausse des taux directeurs similaire à celle des États-Unis et à une augmentation plus importante des prix de l'énergie, mais avec moins de relance budgétaire.

La zone euro pourrait bien connaître une légère récession cette année et, selon nos estimations, sa croissance sera faible en 2024. Un nouveau choc extérieur pourrait la faire facilement basculer dans une récession plus profonde. Pour autant, nous ne prévoyons pas une décélération de l'inflation beaucoup plus rapide qu'aux États-Unis, ce qui signifie que notre vision pour l'Europe est essentiellement celle d'une stagflation.

« La zone euro pourrait bien connaître une légère récession et, selon nos estimations, sa croissance sera faible en 2024 »

Une récession aux États-Unis pourrait encore être nécessaire pour ramener l'inflation à l'objectif de la Fed si elle se stabilise à un niveau plus élevé ; les baisses de prix « faciles » réalisées grâce au retour à la normale des chaînes d'approvisionnement et la fin des voyages « de rattrapage » (car n'ayant pas pu être effectués durant la pandémie) appartiennent peut-être déjà au passé. La démondialisation, les marchés du travail tendus et les investissements dans la transition énergétique sont autant de facteurs inflationnistes.

De plus, à mesure que l'augmentation des salaires rattrape l'inflation, la hausse des salaires et des revenus réels pourrait conduire à une reprise de la consommation. Les perturbations sans précédent des quatre dernières années ont rendu les prévisions économiques particulièrement difficiles. Les investisseurs et les banques centrales n'avaient qu'à attendre pour constater l'évolution de la croissance et l'inflation a posteriori, à la vue des données économiques. Faire des prévisions n'est guère devenu plus simple, et nous sommes toujours dépendants aux statistiques économiques.

PERSPECTIVES DES MARCHÉS



MAYA BHANDARI

Responsable globale de la gestion multi-actifs, Londres

Notre vision sur l'allocation d'actifs en 2024

L'année 2023 a été marquée par une extrême volatilité du consensus macroéconomique – ou « volatilité narrative » – en plus d'une volatilité accrue des actifs financiers, en particulier des obligations.

Les attentes du marché sont passées avec nervosité de la récession à un « atterrissage en douceur », puis à une surchauffe et vice-versa (et ça continue). Au moment de la rédaction de cet article, le consensus est le scénario d'un « atterrissage en douceur », selon lequel l'inflation pourrait revenir à l'objectif de 2 % des principales banques centrales sans que la croissance soit largement impactée à la baisse.

Nous sommes moins optimistes : le risque d'un ralentissement de la croissance est bien réel. Ce scénario entraînerait probablement une baisse des rendements obligataires et des cours des actions, dans la mesure où les bénéfices attendus tarderaient à se matérialiser.

Les valorisations divergent considérablement d'un marché à l'autre, avec des primes obligataires élevées et des primes de risque sur actions relativement faibles.

En conséquence, si l'on combine notre évaluation des fondamentaux et des niveaux de prix des actions ou des primes de risque, la perspective d'allocation d'actifs dans laquelle nous avons le plus de foi pour 2024 est une sensibilité obligataire élevée accompagnée d'une prudence sur les actions des pays développés.

Confiance dans le marché obligataire

Les analyses fondamentales et techniques sont nos deux principaux supports de prise de décisions en matière d'allocation d'actifs. Si l'on considère notre horizon d'investissement de 12 mois, toutes deux justifient une sensibilité obligataire accrue dans nos portefeuilles.

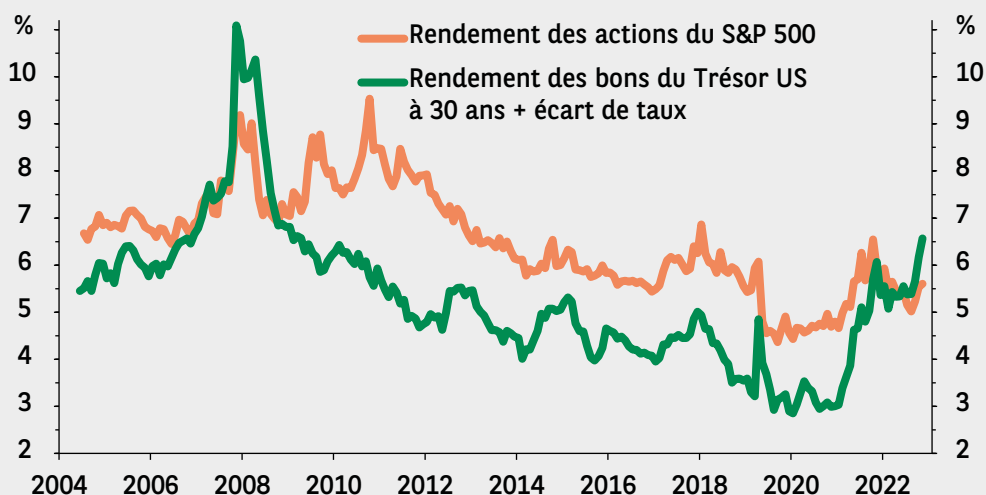
Les attentes en matière de croissance américaine pour 2023 ont fortement augmenté au cours de l'année, les dépenses publiques et la consommation de l'épargne excédentaire accumulée pendant l'ère Covid compensant l'impact d'une politique monétaire beaucoup plus stricte. Mais nous sommes sceptiques quant aux prévisions de croissance optimistes pour 2024, dans lesquelles la prudence a été rapidement remplacée par un doublement des attentes de croissance réelle par rapport au plancher de l'été dernier.

Nous pensons plutôt que la hausse de taux de 525 points de base se répercutera tôt ou tard sur l'économie américaine en 2024, privée des deux principaux moteurs qui ont propulsé sa croissance en 2023, à savoir :

1) L'augmentation, sans précédent hors temps de guerre, du déficit budgétaire, et dont il est peu probable qu'elle se reproduise en 2024; et 2) l'excédent d'épargne, qui, selon notre analyse, a été largement épuisé, en particulier pour les personnes à faible revenu.

La consommation américaine devrait ralentir à mesure que les niveaux d'épargne se normalisent, faisant revenir ainsi le niveau considérablement élevé des revenus et d'autres indicateurs de consommation progressivement à la normale. Dans le même temps, l'investissement des entreprises pourrait nettement se réduire : des indicateurs avancés suggèrent en effet qu'il devrait diminuer, et non augmenter, de 10 %.

Graphique 2 : La prime de risque du marché obligataire est supérieure à celle du marché actions. Rendement des actions (calculés sur les douze mois suivants) par rapport aux obligations



Le grand écart des valorisations

Tout risque a un prix, et les valorisations des actifs nous apparaissent comme étant particulièrement déconnectées. En particulier, les primes de risque des obligations se situent à des niveaux observés seulement à quelques reprises au cours du siècle dernier ; elles sont nettement plus attractives que les primes de risque des actions pour la première fois depuis 2009. L'un des avantages des obligations est que les investisseurs savent combien ils seront payés – et les niveaux actuels garantissent des rendements annualisés intéressants.

Nous constatons cet écart (des primes de risque des obligations vs. actions) que nous procédions à une comparaison simple (par exemple, en examinant les rendements des obligations à 30 ans et des spreads de crédit par rapport aux bénéfices prévisionnels des actions) ou une analyse plus complexe (en utilisant des modèles d'actualisation basés sur la courbe des rendements des bons du Trésor américain). Cet écart existe également au niveau régional, notamment aux États-Unis et en Europe.

Le mouvement inattendu de vente massive des obligations en 2023 apporte également son lot de conséquences négatives, voire un enchaînement de réactions, aggravant le risque de baisse de la croissance en créant un resserrement rapide des conditions financières et un risque accru pour le système financier.

Nos expositions

Nous maintenons la sensibilité obligataire de nos portefeuilles principalement à travers l'investissement dans des obligations US à long terme indexées sur l'inflation, où le rapport risque/rendement nous semble particulièrement attractif. Nous sommes également acheteurs sur les obligations d'entreprises «investment grade » (IG) européennes non couvertes, sur les obligations des pays émergents en devises locales et, dans une moindre mesure, sur les obligations américaines à taux nominaux.

Les obligations des pays émergents constituent notre position la plus récente ; nous cherchons à profiter de la forte baisse des taux de l'automne 2023. Les obligations des pays émergents en devises locales constituent un moyen alternatif et diversifié de renforcer notre position obligataire. Les banques centrales des pays émergents ont resserré leurs politiques monétaires bien avant leurs homologues des pays développés, garantissant ainsi des rendements potentiels élevés pour les investisseurs – en particulier compte tenu de l'amélioration des fondamentaux, notamment des besoins de financement externe des pays émergents.

La dette des pays émergents en devises locales est également plus attractive que les actions de ces mêmes pays étant donné les perspectives de plus en plus complexes pour la Chine, notamment en matière de politique macroéconomique, qui a un impact démesuré sur les marchés boursiers.

Prudence sur les marchés actions, surtout en Europe

Les mêmes risques fondamentaux et inquiétudes en matière de valorisation qui nous conduisent à privilégier les obligations motivent également notre prudence à l'égard des actions pour 2024. Contrairement au début de 2023, nos inquiétudes se concentrent désormais principalement sur l'Europe.

Alors qu'elles ont légèrement baissé aux États-Unis, les perspectives bénéficiaires ont constamment augmenté tout au long de la période post-Covid en Europe. Les entreprises européennes devraient continuer à connaître une croissance des bénéfices (entre 5 et 10 %) dans les années à venir. Cependant, dans les périodes de croissance plus faibles comme celle que nous anticipons, les bénéfices ont eu tendance à chuter dans des proportions similaires, soit jusqu'à 15 %.

**« Alors qu'elles ont légèrement baissé aux États-Unis,
les perspectives bénéficiaires ont constamment augmenté
tout au long de la période post-Covid en Europe »**

Les prévisions des analystes sont restées optimistes, même si celles fournies par les entreprises lors de la dernière saison de résultats ont été nettement plus prudentes. En d'autres termes, on est en droit de remettre en cause les attentes des prévisions optimistes même en l'absence de récession.

Si l'on tient compte de ces perspectives bénéficiaires plus faibles, les valorisations des actions européennes semblent peu attractives à nos yeux – non seulement si l'on se réfère à l'historique de la zone, mais aussi par rapport aux obligations des entreprises bien notées, à celles à haut rendement et à celles d'État.



DÉVELOPPEMENT DURABLE



ALEXANDER BERNHARDT

Responsable global de la recherche ESG, Boston

Quatre thèmes environnementaux majeurs pour 2024

À mesure que finance durable se développe, l'environnement réglementaire continue de s'étoffer et un plus large éventail de sujets ESG arrivent sur le devant de la scène.

Réglementation : évolution ou révolution ?

Au deuxième trimestre 2024, la Commission européenne publiera les résultats de sa consultation sur l'avenir de son règlement sur la publication d'informations en matière de finance durable (SFDR). Parmi les préoccupations que la consultation cherche à résoudre figure l'utilisation des articles 8 et 9 qui portent de facto sur les catégorisations de produits financiers, ce qui n'était pas l'intention du texte initial. Une proposition consiste à substituer à l'approche actuelle un système de catégorisation des fonds similaire à celui établi par les Sustainability Disclosure Requirements (SDR) du Royaume-Uni.

Les acteurs du marché ont investi beaucoup de temps et d'argent pour adhérer aux préceptes de la réglementation existante. Une remise à plat globale à ce stade serait donc un défi, et d'après notre expérience, la SFDR réussit déjà à orienter les capitaux vers le développement durable¹. La durabilité est encore une approche relativement nouvelle et la réglementation va inévitablement continuer à évoluer à un rythme soutenu – mais en fonction du résultat de la consultation on pourra voir si la SFDR 2.0 sera une révolution ou simplement une évolution.

1. Nous effectuons le suivi de l'allocation globale de notre capital aux sociétés identifiées comme durables dans le cadre de notre mise en œuvre de la réglementation SFDR dans les fonds à capital variable.

La situation mondiale ajoute un niveau de complexité, avec l'élaboration de réglementations sur la finance durable en cours aux États-Unis et en Asie. Dans les années à venir, le défi des gestionnaires d'actifs mondiaux sera de concilier les différentes exigences des régimes réglementaires à travers le monde tout en veillant à ce que leurs efforts apportent de la clarté, et non de la confusion, aux investisseurs.

Double matérialité dans l'analyse ESG

Les réactions contre la durabilité au cours des 12-18 derniers mois ont entraîné une discussion sur la manière d'apprécier l'aspect durable des entreprises et d'autres émetteurs de titres. Les notations ESG qui évaluent les entreprises en fonction d'une matérialité unique – en se concentrant sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance sous l'angle des risques financiers – mènent parfois à des résultats que les observateurs peuvent percevoir comme contre-intuitifs, mettant en doute l'intérêt d'implémenter une approche durable.

« La transition vers une double matérialité devrait se poursuivre en 2024 »

Par exemple, certaines entreprises issues de secteurs très polluants ont pu obtenir des notes élevées grâce à leur gestion des risques ESG.

En conséquence, la transition vers une double matérialité devrait se poursuivre en 2024 – c'est-à-dire en considérant non seulement l'impact des enjeux ESG sur les entreprises mais également celui des activités des entreprises sur l'environnement et sur la société. Il est de plus en plus reconnu parmi les régulateurs et les acteurs du marché que l'intégration des deux perspectives est essentielle pour comprendre l'impact environnemental global d'une entreprise. Cela est particulièrement vrai dans l'UE, où les considérations de double matérialité vont au-delà du cadre réglementaire² et où la taxonomie de l'UE a détaillé les activités des entreprises contribuant aux objectifs environnementaux.

Adaptation au changement climatique et transition juste

En plus d'élargir les critères d'évaluation des entreprises, les investisseurs cherchent de plus en plus à étendre l'éventail de sujets ESG représentés dans leurs portefeuilles. À ce jour, la majeure partie des investissements liés au changement climatique a été orientée vers son atténuation: des efforts visant à s'attaquer aux causes du changement climatique via la réduction des émissions ainsi que des technologies telles que le captage et le stockage du carbone. Cependant, il est clair qu'un effort supplémentaire doit être apporté vers l'adaptation à mesure que les conséquences physiques du changement climatique deviennent de plus en plus évidentes dans notre vie quotidienne.

2. Source : [Double materiality what does it mean for non-financial reporting](#) | Global law firm | Norton Rose Fulbright

Investir dans l'adaptation au changement climatique peut s'avérer difficile. En matière d'atténuation, l'offre est généralement simple pour les investisseurs: construire une centrale électrique à énergie renouvelable, puis recevoir les flux de trésorerie générés par celle-ci par exemple. Comparez cela avec un investissement axé sur la résilience, comme une digue dans une ville côtière: le mécanisme d'investissement est le même, mais la source de revenus pour les investisseurs est plus difficile à déterminer car le principal avantage de l'investissement est la réduction de risques futurs qui sont difficiles à monétiser. Des solutions créatives à ce défi commencent à émerger, ouvrant des opportunités aux investisseurs et mobilisant des capitaux privés vers ce sujet très actuel, qui sont essentiels pour soutenir les efforts visant à parvenir à une transition juste, c'est-à-dire qui prend en compte l'impact disproportionné du changement climatique sur les pays du Sud.

« Il faut consacrer plus de moyens à l'adaptation au changement climatique »

Inégalités et le « S » de ESG

Ces dernières années ont été marquées par avancées significatives dans la prise de conscience des investisseurs du changement climatique et du déclin de la biodiversité, qui font à présent partie de leurs principales préoccupations. Cette prise de conscience porte également de plus en plus sur les risques systémiques liés aux inégalités, à une époque où nous avons vu les inégalités de revenu et de richesse se creuser considérablement dans certaines régions – et selon certaines mesures et périodes, à l'échelle mondiale.

Alors que les causes du changement climatique (un autre risque systémique important) sont faciles à identifier (par exemple, les émissions de gaz à effet de serre (GES), les causes des inégalités peuvent être plus difficiles à diagnostiquer et englober un large éventail de pratiques et de choix stratégiques des entreprises. Créée pour contribuer à résoudre ce problème en 2021, la Business Commission to Tackle Inequality (BCTI³) est une coalition multipartite comprenant certaines des plus grandes entreprises. Son rapport *Lutter contre les inégalités: un programme d'action pour les entreprises* (2023) formule 10 recommandations sur comment mobiliser le secteur privé pour lutter contre les inégalités, dont la production des entreprises (#2: *Rendre les produits et services essentiels plus accessibles et abordables*); le comportement des entreprises en tant qu'employeurs (#3: *Créer un lieu de travail diversifié, équitable et inclusif...*; #6: *Verser et mettre en avant des niveaux de salaires décents...*; #7: *Soutenir et respecter les instances représentatives des travailleurs...*) et leur rôle dans les marchés et la société (#8: *Soutenir des politiques publiques efficaces*; #9: *Adopter des pratiques fiscales responsables*).

Les investisseurs peuvent mettre plus en avant l'intérêt qu'ils portent à la performance des entreprises autour de ces recommandations, et s'engager dans un dialogue en lien avec ces thématiques.

3. Source : [The Business Commission to Tackle Inequality \(tacklinginequality.org\)](https://tacklinginequality.org)

INTELLIGENCE ARTIFICIELLE



MATTHIJS LEENDERTSE

Consultant Innovation Digitale et Conférencier, Amsterdam

Destruction créatrice – Comment l'IA transforme l'économie

Le lancement de ChatGPT a mis l'Intelligence Artificielle (IA) sous les feux de la rampe : le champ d'application incroyablement large de cette technologie devrait stimuler l'innovation et la destruction créatrice dans les années à venir.

L'intelligence artificielle constitue un progrès technologique à part entière. Plus important encore, c'est un catalyseur qu'un large éventail d'acteurs peuvent exploiter pour créer de nouveaux produits et services. La « capacité générative » de cette technologie – sa capacité à produire des résultats imprévus – débouche d'ores et déjà sur des avancées et même des bouleversements dans divers secteurs économiques.

Par conséquent, nous sommes à la veille d'une série de révolutions technologiques dans divers secteurs – et comme nous l'avons appris des révolutions précédentes, cela implique une phase de destruction créatrice, avec une accélération de la fréquence des changements, de nouveaux concurrents qui s'imposent face aux acteurs en place et des solutions nouvelles à d'anciens problèmes qui émergent rapidement.

Cette mutation a été observée à petite échelle avec le lancement de ChatGPT développé par OpenAI, qui est apparemment sorti de nulle part pour devenir l'une des technologies grand public à la croissance la plus rapide de tous les temps, amenant les géants de la technologie, jusque-là intouchables, à se démener pour suivre le rythme. Cependant, même si ChatGPT a fait la une des journaux, les grandes avancées émergeront probablement d'applications spécifiques dans des secteurs individuels. Trois d'entre eux semblent offrir un potentiel particulièrement intéressant.

La santé

Du développement de nouveaux médicaments au traitement des patients, la technologie de l'IA impacte déjà presque tous les domaines du secteur médical. Nous pouvons nous attendre à ce que les soins médicaux personnalisés se diffusent à grande échelle à mesure que cette technologie progresse, ce qui permettra d'améliorer la santé globalement et d'atténuer la pression exercée par le vieillissement des populations sur les systèmes de santé des pays développés.

La technologie est désormais en phase d'accélération rapide : par exemple, dans le dépistage du cancer du sein, l'IA peut rapidement analyser des millions d'images et détecter des anomalies avec une précision nettement supérieure à celle d'un médecin.

Dans la découverte et le développement de médicaments, l'IA a déjà été utilisée pour découvrir de nouveaux types d'antibiotiques permettant d'atténuer la résistance à ceux-ci, et peut être utilisée pour prédire l'efficacité des médicaments et accélérer les tests. Les sociétés pharmaceutiques rachètent des sociétés spécialisées dans l'IA, mais les gagnants seront ceux qui seront capables de développer les capacités de l'IA et de les combiner avec une expertise en matière de production et de diffusion.

« L'IA peut grandement promouvoir l'égalité en matière d'enseignement »

Enseignement

L'IA peut grandement promouvoir l'égalité en matière d'enseignement, estompant les distinctions entre les pays et les modèles d'enseignement public et privé. Il existe de nombreuses applications d'apprentissage personnalisé basées sur l'IA – qu'il s'agisse d'aider les enfants en retard scolaire ou de soutenir l'intégration de ceux qui arrivent dans de nouveaux pays sans en maîtriser la langue.

L'apprentissage tout au long de la vie constitue un secteur économique émergent. Les gouvernements du monde entier se rendent compte que chacun devra apprendre de nouveaux savoirs pour pouvoir rester en phase avec le changement technologique. Dans l'Union européenne par exemple, l'objectif est que 60 % de la population adulte participe chaque année à une formation d'ici 2030. La formation professionnelle est ainsi en passe de devenir un marché de taille dans lequel les technologies de l'IA pourraient jouer un rôle important.

La logistique et la mobilité

La capacité de l'IA à cartographier, surveiller et gérer les chaînes d'approvisionnement permet d'améliorer considérablement la productivité et l'efficacité de nombreux processus. Les entreprises peuvent utiliser les technologies d'IA pour anticiper la demande, planifier plus efficacement et optimiser les itinéraires.

Cela a des conséquences à la fois sur la production de véhicules et sur la manière dont ces véhicules sont utilisés. À l'avenir, nous pourrions assister à des changements

radicaux dans les transports, avec des véhicules autonomes empruntant des itinéraires optimisés réduisant les embouteillages et permettant aux personnes et aux marchandises de se déplacer beaucoup plus rapidement et de réduire l'impact des transports sur l'environnement.

Risques et interrogations pour l'avenir

L'IA a le potentiel de stimuler la croissance économique et de générer d'énormes gains de productivité, mais elle apporte également son lot de risques et d'incertitudes.

Les révolutions technologiques entraînent des destructions et des créations d'emplois – d'où le terme de « destruction créatrice ». Cependant, l'impact à court terme sur les revenus des individus peut être lourd et déboucher sur des contestations sociales. Cela pourrait être également le cas si le potentiel de l'IA à réduire les inégalités n'était pas exploité et si, au lieu de cela, la technologie ne profitait qu'aux riches.

Il ressort clairement de l'exemple de ChatGPT que les questions de propriété et de confidentialité des données seront cruciales dans la façon dont se déroulera la révolution de l'IA.

- À qui appartiennent les données que l'IA utilise pour apprendre ?
- Comment protéger la vie privée des personnes dont elle utilise les données médicales ?
- Au-delà de cela, à qui appartiendront les technologies elles-mêmes ?
- Le pouvoir et la richesse seront-ils concentrés dans les mains de quelques entreprises, comme nous l'avons vu avec les smartphones et les réseaux sociaux, ou un secteur plus fragmenté d'IA spécialisées émergera-t-il ?

« L'IA en tant que technologie est neutre ; c'est la façon dont nous choisissons de l'utiliser qui déterminera son impact »

Enfin, l'IA influe déjà sur les tensions géopolitiques existantes, notamment la rivalité entre les États-Unis et la Chine. Les deux pays investissent des ressources dans l'IA, mais l'absence de lois sur la protection de la vie privée en Chine pourrait se révéler être un avantage en facilitant l'accès à un nombre considérable de données. Le développement du protectionnisme et le désir de souveraineté numérique pourraient empêcher les entreprises d'IA d'atteindre une échelle mondiale.

L'IA en tant que technologie est neutre ; c'est la manière dont nous choisissons de l'utiliser qui déterminera son impact sur notre avenir. Les gouvernements du monde entier sont conscients de la nécessité de déterminer la direction à suivre, mais ne veulent pas perdre leur avantage concurrentiel en étant les premiers à agir. Le moment venu, la réglementation devra trouver un équilibre entre la création d'environnements d'investissement suffisamment attractifs pour encourager la recherche et le développement, et l'atténuation de certains risques.

TECHNOLOGIES DE RUPTURE



PAM HEGARTY

CFA, Gérante de portefeuille senior,
Boston



VINCENT NICHOLS

CFA, Spécialiste de l'investissement,
Boston

Intelligence artificielle – Vers une année cruciale

L'intelligence artificielle (IA) continue de se développer via de nouvelles applications. Nous prévoyons que 2024 sera une année cruciale dans le développement des opportunités d'investissement qu'offre l'IA.

Le lancement de ChatGPT a été un moment décisif. Cela a amené l'utilisation de ce que l'on appelle les grands modèles de langage (*large language models – LLM*) – une branche de l'IA générative, qui étend la capacité des algorithmes d'apprentissage profond (*deep learning*) à la génération de nouveaux contenus – à franchir un nouveau palier.

De plus, les développeurs de ChatGPT ont démocratisé l'accès à l'IA via le Cloud et les applications mobiles, permettant ainsi à d'autres développeurs, entreprises et particuliers d'utiliser cette technologie beaucoup plus facilement.

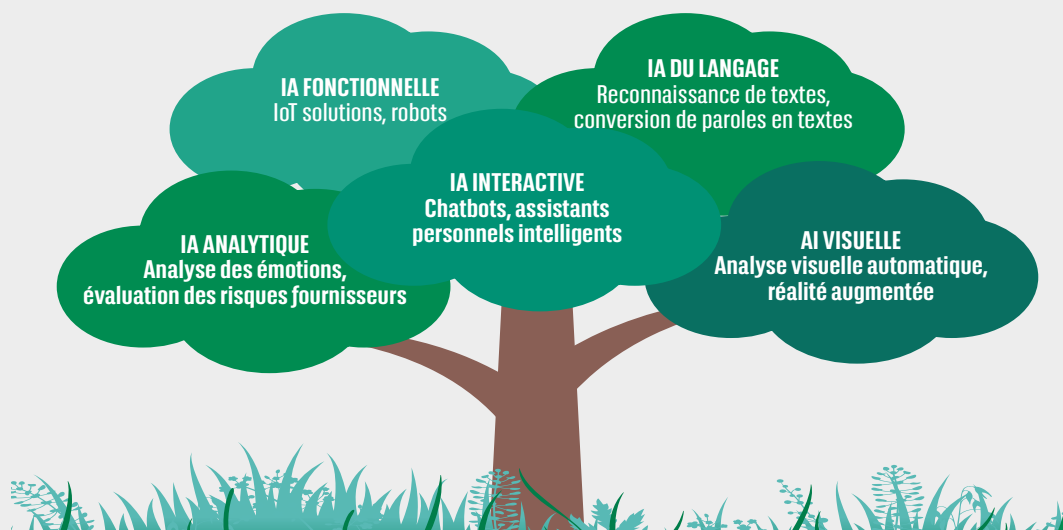
La sortie de ChatGPT a déclenché une course entre les fournisseurs de services Cloud et d'autres entreprises technologiques pour faire évoluer l'infrastructure de leurs centres de données et systèmes informatiques, leurs suites logicielles et leurs applications. Plusieurs leaders du secteur ont revu leurs bénéfices largement à la hausse et leurs valorisations ont enregistré des hausses considérables sur les marchés en 2023.

Neuf évolutions à attendre en 2024

Nous nous attendons à :

1. Une croissance continue de l'infrastructure permettant le développement des modèles d'IA. Les dépenses des fournisseurs de services Cloud et des grandes entreprises devraient profiter au secteur des semi-conducteurs et aux fournisseurs de serveurs, d'équipements réseau et de stockage.
2. L'émergence d'un concurrent crédible du principal fournisseur de cartes graphiques (GPU). Le secteur pourrait évoluer vers des logiciels pouvant s'adapter à différents matériels, ce qui pourrait jouer en faveur de ce nouveau concurrent à mesure que le secteur laisse une place plus grande aux logiciels *open source*.
3. Ce qu'un large éventail d'entreprises technologiques de premier plan continue à utiliser des circuits intégrés spécifiques à une application (ASIC) pour des applications spécifiques traitant de larges volumes de données. Cependant, nous nous attendons à ce que les GPU servent de support à la plupart des tâches d'IA.
4. Ce que les développeurs continuent à utiliser des GPU, des FPGA, c'est-à-dire des circuits intégrés qui peuvent être programmés ou reprogrammés après leur fabrication (FPGA) et des ASIC. L'IA sera probablement un facteur majeur de la demande de semi-conducteurs pour le reste de la décennie, et les entreprises de puces et de cartes mémoire, les fonderies et les fournisseurs de biens d'équipement et de matériaux pour la fabrication de semi-conducteurs devraient en bénéficier.
5. L'émergence d'une mise en réseau des supercalculateurs d'IA dans le back-end, avec l'adoption d'Ethernet qui pourrait dépasser la croissance d'InfiniBand, en raison de sa capacité à prendre en charge une infrastructure Cloud mutualisée.

Graphique 1: Types d'intelligences artificielles



5. Source : [Types of Artificial Intelligence That Bring Value to Business \(scnsoft.com\)](https://scnsoft.com)

6. Ce que les fournisseurs de serveurs, d'équipements de stockage de données, de réseaux optiques et de plateformes de cybersécurité accèdent à des opportunités de revenus supplémentaires.
7. Le développement de systèmes d'IA plus grands et plus puissants par les fournisseurs de services Cloud. Les éditeurs de logiciels continueront probablement à intégrer des fonctionnalités d'IA pour améliorer leurs produits. Les investisseurs suivront à coup sûr la capacité des fournisseurs de technologies à monétiser ces nouvelles capacités.
8. La multiplication des domaines d'application de l'IA. Le journal britannique *The Economist* a mis en lumière [plusieurs applications intéressantes dans le domaine scientifique](#), notamment :
 - la reconnaissance de formes (pour la découverte de médicaments et la science des matériaux)
 - les modèles prédictifs (repliement de protéines)
 - les simulations informatiques complexes (modèles météorologiques et processus de simulation)
 - l'utilisation de l'IA générative pour concevoir de nouvelles molécules.

Les entreprises utilisent l'IA générative pour un large éventail d'activités, notamment :

- le développement de logiciels
- les « chatbots » pour le service client
- la rédaction de contrats
- l'automatisation de production de contenus pour le marketing.

Dans le secteur industriel, fabricants et équipementiers utilisent des systèmes d'IA pour améliorer le contrôle des processus et les modèles de doubles numériques.

9. Ce que l'analyse fondamentale « *bottom up* » soit essentielle pour identifier les meilleurs titres pour se positionner dans ce secteur, tout en évitant les entreprises incapables de s'adapter.

L'IA comme facteur de croissance clé

À mesure que l'adoption de l'IA progresse, il existe plusieurs facteurs de risque à surveiller portant sur l'analyse fondamentale, les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et l'opinion des investisseurs.

Du point de vue de la croissance, nous ne savons pas avec quelle vitesse et jusqu'à quel point les infrastructures vont se développer, et on peut s'attendre à des pauses pour « reprendre son souffle » au cours du processus. Les dépenses en IA pourraient évincer les budgets consacrés à d'autres projets de technologies de l'information.

Sur le plan de la responsabilité sociale et environnementale, des personnes malveillantes pourraient utiliser l'IA à des fins de surveillance, de piratage et de création de fausses nouvelles. Alimenter des applications d'IA avec des ensembles de données biaisées pourrait aboutir à des résultats incorrects. La confidentialité et la sécurité des données pourraient s'avérer être problématiques, tout comme les besoins énergétiques importants pour alimenter les centres de données qui exécutent des modèles d'IA.

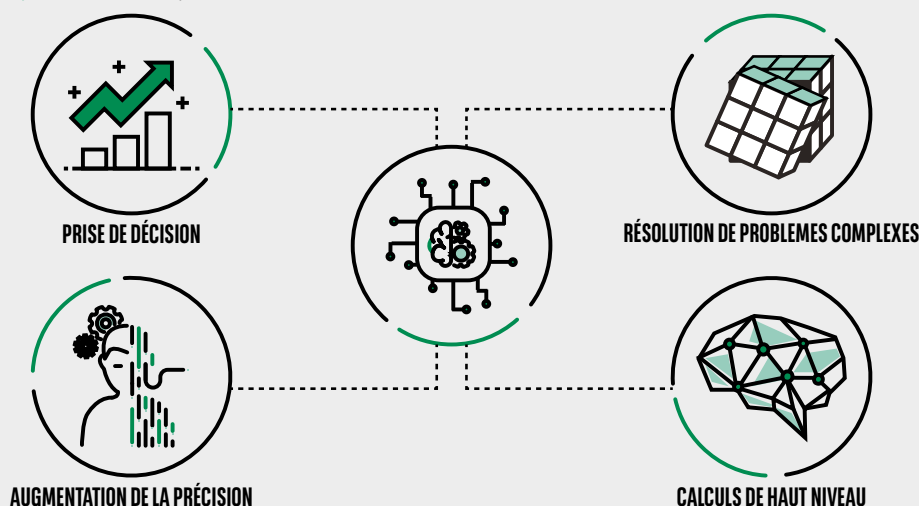
L'opinion des investisseurs et les valorisations varieront à mesure que le niveau d'adoption de la technologie progressera. Certains experts ont souligné les risques fondamentaux liés à l'utilisation de l'IA pour la guerre et d'autres utilisations néfastes.

Dans l'ensemble, nous sommes optimistes quant à l'adoption de l'intelligence artificielle par le grand public et à son impact positif sur les fournisseurs de services dans le Cloud, les éditeurs de logiciels, les propriétaires de grandes bases de données, le secteur des semi-conducteurs et les entreprises qui utilisent l'IA pour améliorer leurs processus de vente.

« L'opinion des investisseurs et les valorisations varieront à mesure que le niveau d'adoption de la technologie progressera »

Nous considérons l'IA comme un élément clé des moteurs de recherche, de l'automatisation des services clients, du secteur manufacturier, de la création de documents et de nombreux autres secteurs. Avec un potentiel aussi vaste, nous pensons que l'IA sera un moteur de croissance clé en 2024 et au-delà.

Graphique 2: Exemples d'utilisation de l'IA



CHINE



CHI LO

Economiste senior de marché APAC, Hong Kong

Faut-il investir en Chine ? Perspectives macroéconomiques

Les investisseurs ont délaissé le marché chinois pendant la majeure partie de 2023, l'aggravation du niveau de la dette et des tumultes du marché immobilier s'ajoutant à la déception quant à la réaction de Pékin aux problèmes survenus lors de la reprise postpandémique. Les perspectives pour les actifs chinois en 2024 sont tributaires de nouvelles initiatives politiques visant à stimuler la croissance du PIB, qui est actuellement morose. Dans le même temps, la transformation structurelle du pays semble être en bonne voie et devrait représenter une opportunité à long terme pour les investisseurs.

Faiblesse passagère

Le consensus sur les perspectives de croissance en Chine s'est assombri à partir du troisième trimestre 2023 après la publication d'une série de statistiques économiques décevantes et de mauvaises nouvelles dans le secteur financier. Au moment où nous écrivons ces lignes, le consensus anticipait une croissance du PIB entre 4,5 % et 5,0 % en 2023 et 2024. Les marchés boursiers ont chuté en réaction, même si les valorisations se situaient déjà à des niveaux relativement bas.

Certains observateurs ont estimé que l'énorme fardeau de la dette de la Chine limitait les possibilités de Pékin pour faire face aux problèmes, d'où l'impact de ces publications de données désastreuses sur les marchés financiers. Nous ne nous rallions pas à cette analyse. Il est prouvé que le niveau d'endettement de la Chine est gérable et ne restreint pas les marges de manœuvre de politique économique de Pékin. Les mêmes

éléments suggèrent que la faiblesse de la croissance depuis la pandémie est due au fait que Pékin a abandonné son modèle antérieur de croissance basé sur l'expansion de l'offre et alimenté par la dette, et a refusé de recourir à une relance budgétaire massive, quitte à s'accommoder de taux de croissance plus faibles.

Si tel est le cas, des mesures de relance pourraient résoudre les problèmes économiques de la Chine. Si les autorités poursuivent leur récente politique d'assouplissement assumée (voir graphique 1), le sentiment du marché devrait s'améliorer et nous pensons qu'il est possible que nous assistions à un rebond durable des actions chinoises en 2024.

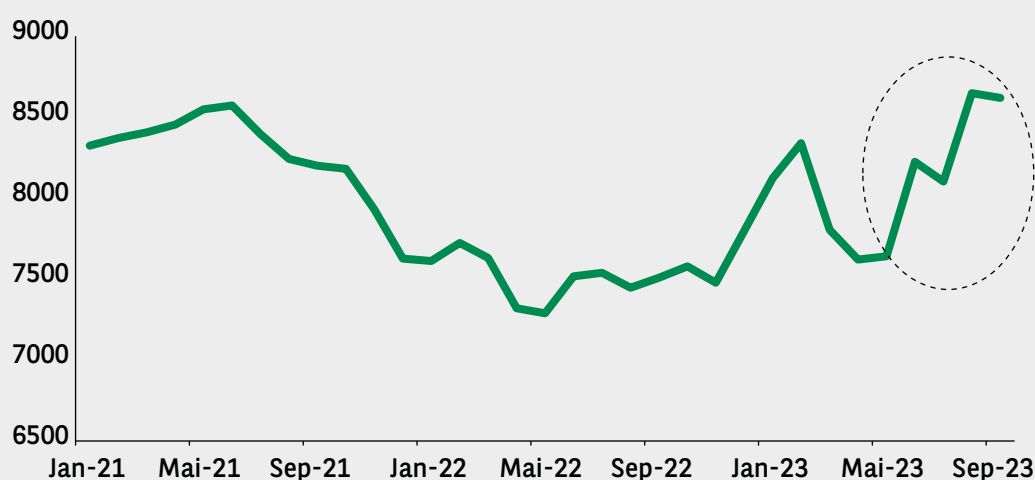
Transformation structurelle

Il est généralement admis que le niveau d'épargne en Chine est trop élevé et que Pékin doit mettre davantage d'argent entre les mains des consommateurs, afin que la consommation puisse prendre le relais de l'investissement en tant que principal moteur de la croissance à long terme.

Cependant, à notre avis, l'adage « investir moins, consommer plus » n'est pas à l'ordre du jour, car de nombreuses régions moins développées du pays ont encore besoin d'investissements pour créer des sources de revenus et stimuler la croissance de la consommation.

La consommation n'est pas la panacée que beaucoup s'imaginent. La Chine a-t-elle besoin de plus de téléviseurs et de meubles avec trop peu d'appartements et de maisons pour les accueillir ? Les Chinois doivent-ils posséder davantage de voitures, mais compter avec des routes en mauvais état et un nombre insuffisant de stations-service, de trains et d'autres moyens de transport ?

Graphique 1 : Injection totale de liquidités de la PBoC (en Md de RMB)*



* Injection nette via les facilités de prêt et les opérations d'open market, moyenne mobile sur 3 mois
Sources: CEIC, BNP Paribas Asset Management 17 Oct 2023

Les Chinois peuvent épargner autant parce qu'ils tirent des revenus des emplois créés par les investissements. Les principes économiques fondamentaux nous enseignent que, globalement, l'épargne devrait être égale à l'investissement – qu'une épargne élevée devrait conduire à un investissement élevé. Par conséquent, suivre aveuglément le mantra « investir moins, consommer plus » n'a aucun sens pour un pays qui compte encore de nombreuses régions à développer.

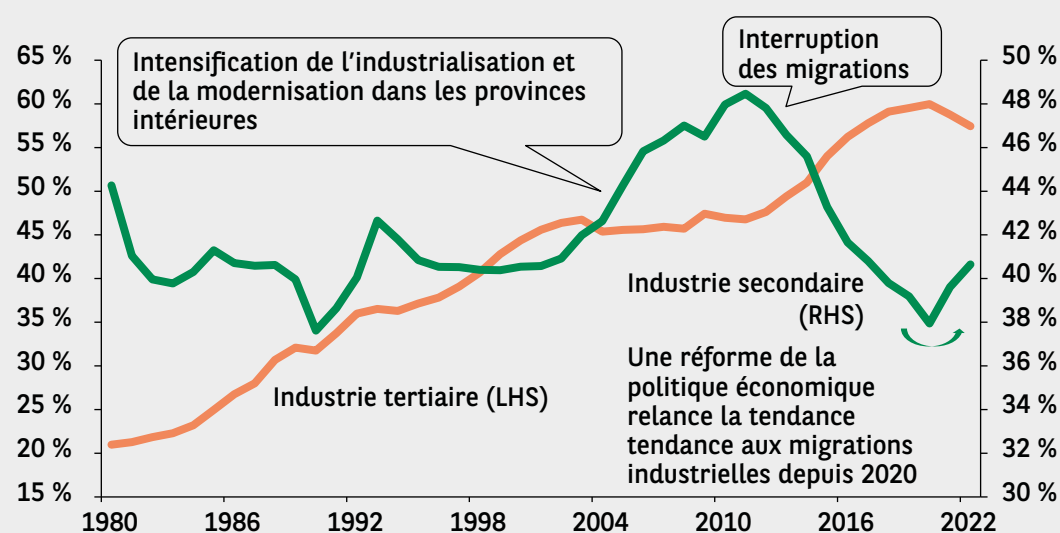
En outre, étant donné que les prêts destinés à l'investissement sont financés par l'épargne, un niveau d'endettement élevé peut être acceptable tant qu'il est soutenu par des actifs. C'est à notre avis le cas du modèle de croissance chinois financé par la dette.

Qu'est ce qui change?

Conscient de la pertinence du duo investissement-consommation et des erreurs de réformes passées, Pékin a opéré un changement tactique dans ses réformes structurelles dans le cadre de sa stratégie de « double ouverture » (dual circulation en anglais) au second semestre 2020. Cette approche favorise désormais le développement des « technologies de fond » – la production du matériel et des composants destinés aux industries stratégiques et de haute technologie – plutôt que celui des « technologies de surface » – le développement du commerce électronique répondant à la demande des consommateurs considérée comme non stratégique – et utilise le secteur privé comme moteur de l'innovation.

Pékin espère que cette approche relancera la migration de sites industriels vers les provinces de l'intérieur. Les chiffres montrent que cette évolution est déjà en train de se produire (voir le graphique 2). L'exploitation de ressources moins onéreuses à l'intérieur du pays devrait relancer la croissance du PIB et accroître la productivité à long terme.

Graphique 2 : Migration d'entreprises industrielles vers l'intérieur du pays*



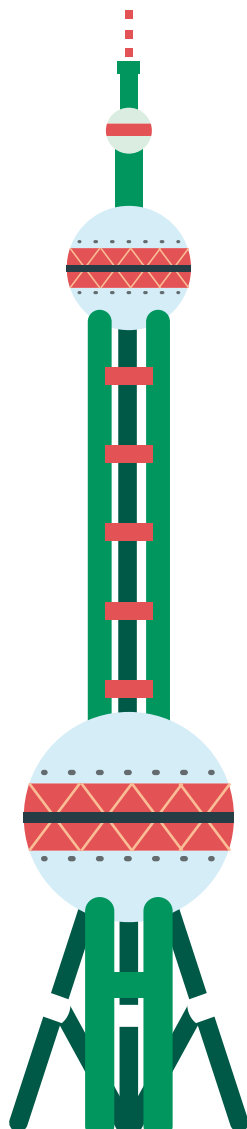
* en tout 20 provinces de l'intérieur du pays
Sources: CEIC, BNP Paribas Asset Management 17 Oct 2023

Peut-on investir en Chine ?

La reprise économique chinoise post-Covid a été fragile, mais les problèmes sont surtout conjoncturels. Selon nous, une relance budgétaire massive appuyée par un assouplissement monétaire pourrait contribuer à les résoudre. Ces mesures pourraient stimuler la croissance et aider les prix des actifs à se redresser en 2024. Le risque est celui d'un resserrement prématuré des politiques (ce n'est pas le scénario que nous retenons). Cela nuirait encore davantage aux marchés chinois.

Parallèlement, la mutation que connaît la Chine relance la croissance des investissements dans les industries manufacturières et de haute technologie à forte valeur ajoutée. Pékin a un agenda chargé : améliorer les secteurs de l'éducation et de la santé, réformer la structure du marché du travail afin de faire correspondre les emplois aux compétences, subvenir aux besoins des personnes âgées, réduire la pollution et limiter les effets du changement climatique, et, enfin et surtout, faire baisser la dette.

Ce sont des défis de taille, mais ils figurent à l'agenda politique de la Chine et nous les voyons comme des opportunités de placement à long terme.



ACTIFS PRIVÉS



STÉPHANIE PASSET

Responsable adjoint de la dette
d'infrastructure, Paris



VINCENT GUILLAUME

CFA Responsable adjoint
de la dette d'infrastructure, Paris



DAVID DRAY

Relations investisseurs,
Paris

La dette d'infrastructure à un tournant face à l'arbitrage des investisseurs en faveur des actifs à faible émission de carbone

En 2023, la dette d'infrastructure a une nouvelle fois montré qu'elle pouvait délivrer une performance résiliente, même dans un environnement économique difficile. Pour l'année à venir, la classe d'actifs offre aux investisseurs un pipeline d'opportunités important aligné sur leurs objectifs de rendement et de revenu, et avec une attention croissante sur le soutien à la transition vers une économie durable.

Une classe d'actifs résiliente avec un pipeline nourri

Dans un environnement macroéconomique caractérisé par une forte volatilité, la hausse des taux d'intérêt, une inflation élevée et des tensions géopolitiques, la dette d'infrastructure a démontré sa capacité à servir de solution résiliente aux investisseurs en quête de revenu à long terme, de flux de trésorerie stables et prévisibles et de diversification par rapport aux autres classes d'actifs. Les performances ont été solides dans tous les secteurs en 2023, à quelques exceptions près notamment sur les marchés qui ont connu une hausse particulièrement marquée des coûts d'investissement.

Les éléments fondamentaux de la dette d'infrastructure, tels que les revenus contractualisés ou régulés, les mécanismes de protection contre l'inflation ou bien de fortes barrières à l'entrée, ainsi que l'accent mis sur l'innovation dans le

contexte du financement de la transition placent la classe d'actifs dans une position particulièrement favorable pour faire face aux incertitudes persistantes en 2024.

Alors que le ralentissement de l'activité de fusions et acquisitions a eu un impact sur les projets en « equity », le pipeline sur le marché de la dette demeure solide. Nous constatons une activité significative de refinancement, alors que les entreprises cherchent à financer leurs plans d'investissement ainsi que des opportunités de projets « greenfield » (avant construction). La demande est tirée par les mégatendances que sont la transition énergétique, les transports propres, l'économie circulaire et la digitalisation de l'économie. Ces mégatendances entraînent des besoins en infrastructures considérables en Europe et dans le reste du monde. Par conséquent, le marché semble prêt à continuer à se développer dans les mois et années à venir, offrant aux investisseurs une multitude de projets potentiels à financer.

Au fur et à mesure que la classe d'actifs se développe, un spectre plus large – de la dette senior sécurisée à la dette junior – devient disponible, ce qui crée de la variété pour les investisseurs. La hausse des taux d'intérêt permet à la dette d'infrastructure d'offrir des rendements absolus attractifs. Dans le segment de la dette junior, les rendements se situent à des niveaux similaires à ceux de l'infrastructure « core equity », suggérant une réallocation dans la classe d'actifs qui pourrait être une tendance persistante. La dette senior, quant à elle, continue d'offrir la promesse d'une prime de complexité et d'une prime d'illiquidité intéressantes et constitue un support de diversification efficace par rapport aux obligations traditionnelles.

« La hausse des taux d'intérêt permet à la dette d'infrastructure d'offrir des rendements absolus attractifs »

Zoom sur le développement durable

Le marché de la dette d'infrastructure arrive à un tournant. Les investisseurs en Europe et, de plus en plus, dans le monde entier, se tournent vers les actifs à faible émission carbone répondant aux besoins croissants de capitaux privés pour soutenir les objectifs de zéro émission nette. Les caractéristiques de durabilité et de lutte contre le changement climatique de ces actifs resteront des critères d'investissement clés en 2024.

Les énergies renouvelables sont une partie essentielle du puzzle, mais la décarbonation de tous les actifs d'infrastructure est nécessaire, du transport à l'élimination progressive du charbon et des énergies fossiles dans le mix énergétique. Les premiers projets de capture et de stockage du carbone commencent à arriver sur le marché pour le financement, tandis que nous identifions des opportunités intéressantes à un stade préliminaire dans la technologie de stockage des batteries et de l'hydrogène vert.

Au-delà du changement climatique, de nouveaux thèmes de durabilité émergent. La préservation de la biodiversité et du capital naturel devient de plus en plus importante dans l'analyse des nouveaux projets. L'accent se porte également sur l'économie circulaire et le recyclage, à la fois dans la conception des projets, qui vise à minimiser l'utilisation des matières premières et à optimiser la réutilisation des matériaux en fin de vie, constituant des sources d'opportunités d'investissement.

Les enjeux et les risques

Bien que l'environnement soit favorable à la dette d'infrastructure, certains défis subsistent. Compte tenu de la hausse des coûts d'investissement, la rentabilité des projets doit faire l'objet d'une plus grande prudence : par exemple, dans le domaine des énergies renouvelables, le coût de production d'une éolienne ou d'un parc solaire photovoltaïque (PV) a fortement augmenté.

Les prêteurs doivent être très sélectifs et s'assurer que les projets peuvent générer des revenus suffisants et des flux de trésorerie stables pour compenser des coûts plus élevés. La richesse du pipeline de projets permet une telle sélectivité.

Étant donné le nombre croissant d'opportunités dans les nouvelles technologies, les prêteurs ont également besoin de ressources et d'une expertise spécialisée pour évaluer les projets complexes tout en maintenant un profil de risque adéquat.

Les prêteurs capables d'analyser l'ensemble de la chaîne de valeur, de la technologie à la recherche de marché en passant par les hypothèses de revenus, et de proposer des solutions de financement sur mesure adaptés aux modèles économiques émergents, seront plus à même d'investir de manière proactive et ainsi sélectionner des opportunités au stade précoce pour capter les meilleurs couples risque/rendement.

**« Les prêteurs doivent être très sélectifs et s'assurer
que les projets peuvent générer des revenus suffisants
et des flux de trésorerie stables
pour compenser des coûts plus élevés »**

Innovation rapide sur le marché

Outre les nouveaux actifs et écosystèmes d'investissement qui émergent de la transition vers une économie bas carbone, le marché de la dette d'infrastructure connaît une innovation rapide en matière de produits. Les gérants développent de plus en plus de fonds thématiques axés sur des secteurs et des thèmes d'investissement spécifiques, tandis que la disponibilité accrue de la dette dans le segment « sub-investment grade » permet de financer des actifs présentant un certain risque de développement, par opposition aux seuls projets prêts à construire.

En Europe, le nouveau règlement relatif aux fonds d'investissement à long terme (ELTIF 2.0) permettra aux investisseurs particuliers d'accéder à la classe d'actifs pour la première fois. Cette tendance émergente signifie que les structures de produits vont devoir évoluer pour offrir une liquidité supplémentaire, tout en reflétant les caractéristiques traditionnelles de « buy-and-hold » de la dette d'infrastructure.

Un autre domaine d'innovation est l'intelligence artificielle (IA). Le digital est depuis longtemps un moteur du développement des actifs d'infrastructure, et l'IA représente une avancée majeure, étant donné sa capacité à agir comme catalyseur de nouvelles solutions, en optimisant la conception et l'utilisation des actifs d'infrastructure ainsi que la gestion des données.

Les applications sont nombreuses. Dans l'approvisionnement en électricité, par exemple, la technologie d'IA peut optimiser la consommation d'énergie pour réaliser des économies d'échelle, tout en identifiant des gains d'efficacité dans la gestion du réseau de production d'électricité. En 2024 et au-delà, nous anticipons que l'IA soutiendra le développement d'actifs plus performants, plus efficaces et plus écologiques dans l'ensemble de la classe d'actifs.

The applications are widespread. In power supply, for example, AI technology can optimise energy consumption to realise economies of scale, as well as identifying efficiencies in the management of the electricity production grid. In 2024 and beyond, we expect AI to support the building of better, more efficient and greener assets across the whole asset class.



PANORAMA DES CLASSES D'ACTIFS

Performances annuelles sur la base du rendement total en euros (au 31 octobre 2022)



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	9,90 %	57,70 %	28,80 %	6,20 %	26,70 %	21,20 %	32,00 %	11,50 %	15,60 %	8,40 %	0,10 %	30,00 %	6,70 %	36,90 %	13,80 %	8,90 %
	-5,30 %	34,00 %	19,50 %	5,20 %	19,20 %	6,50 %	19,50 %	10,40 %	10,70 %	7,50 %	-0,20 %	25,30 %	6,30 %	31,10 %	-11,00 %	4,60 %
	-25,20 %	25,90 %	15,10 %	3,60 %	14,00 %	0,00 %	8,40 %	1,00 %	10,10 %	3,70 %	-2,70 %	13,30 %	5,70 %	25,60 %	-12,80 %	-1,60 %
	-37,60 %	17,50 %	14,50 %	-2,40 %	10,70 %	-0,10 %	7,50 %	-0,50 %	8,10 %	0,30 %	-3,80 %	9,20 %	4,80 %	2,50 %	-14,80 %	-1,90 %
	-37,60 %	16,60 %	7,20 %	-2,70 %	4,40 %	-0,10 %	2,60 %	-0,70 %	4,60 %	-0,20 %	-4,10 %	4,50 %	-5,20 %	-1,70 %	-16,30 %	-5,30 %
	-45,00 %	1,10 %	3,50 %	-14,70 %	-2,10 %	-9,80 %	-17,80 %	-25,90 %	2,30 %	-2,10 %	-13,70 %	4,30 %	-15,80 %	-3,10 %	-19,50 %	-7,80 %

- Obligations gouvernementales (H)
- Obligations d'entreprises mondiales (H)
- Obligations à haut rendement mondiales (H)
- Matières premières (H)
- Actions développées (UH)
- Immobilier coté mondial (UH)

H = indice couvert en euros; UH = indice non couvert en euros

Source : Bloomberg, Quant Research Group, BNP Paribas Asset Management (au 31 octobre 2023)

Indices utilisés : immobilier coté mondial (RNGL), actions développées (MSDEWIN), obligations gouvernementales (SBWGEC), obligations d'entreprises mondiales (LGCPTREH), obligations à haut rendement mondiales (LG30TRUH), matières premières (BCOMHET). Entre parenthèses, ticker Bloomberg. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

PRODUCTION

Daniel Morris, Chief Market Strategist, Co-head Investment Insights Centre

Andrew Craig, Co-head Investment Insights Centre

Christine Bosso, Publication Manager - Investment Insights Centre

Nieck Ammerlaan, Content Manager - Investment Insights Centre

Graphic design: Creative Services BNPP AM

Cette publication est produite par l'équipe Investment Insights Centre de BNP Paribas Asset Management.

AM.investmentinsights@bnpparibas.com

Rédigé en novembre 2023

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www.bnpparibas-am.com.

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Le présent document se réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution.

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus des instruments financiers ou sur le site web (rubrique « nos fonds »), dans laquelle une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question.

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé (DIC) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question lorsque ceux-ci sont déjà disponibles.

Ces documents sont disponibles dans la langue du pays dans lequel l'organisme de placement collectif/instrument financier est autorisé à la commercialisation et /ou en anglais le cas échéant, sur le site suivant, rubrique « nos fonds » : www.bnpparibas-am.com.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille à la date de publication du document et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'a pas l'obligation de les tenir à jour ni de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

Vous pouvez obtenir, en cliquant ici : www.bnpparibas-am.fr/investisseur-professionnel/synthese-des-droits-des-investisseurs /un résumé des droits des investisseurs en français. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT FRANCE peut décider de cesser la commercialisation des instruments financiers, dans les hypothèses visées par la réglementation applicable.

« L'investisseur durable d'un monde qui change » reflète l'objectif de BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France d'inscrire le développement durable dans le cadre de ses activités, sans pour autant que tous les produits gérés par BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France ne relèvent de l'article 8, ayant une proportion minimale d'investissements durables, ou de l'article 9 du Règlement Européen 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR). Vous trouverez plus d'information sous le lien www.bnpparibas-am.com/en/sustainability

Décembre 2023 - Design: Creative Services BNPP AM - P2312002

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'investisseur
durable d'un
monde qui change**