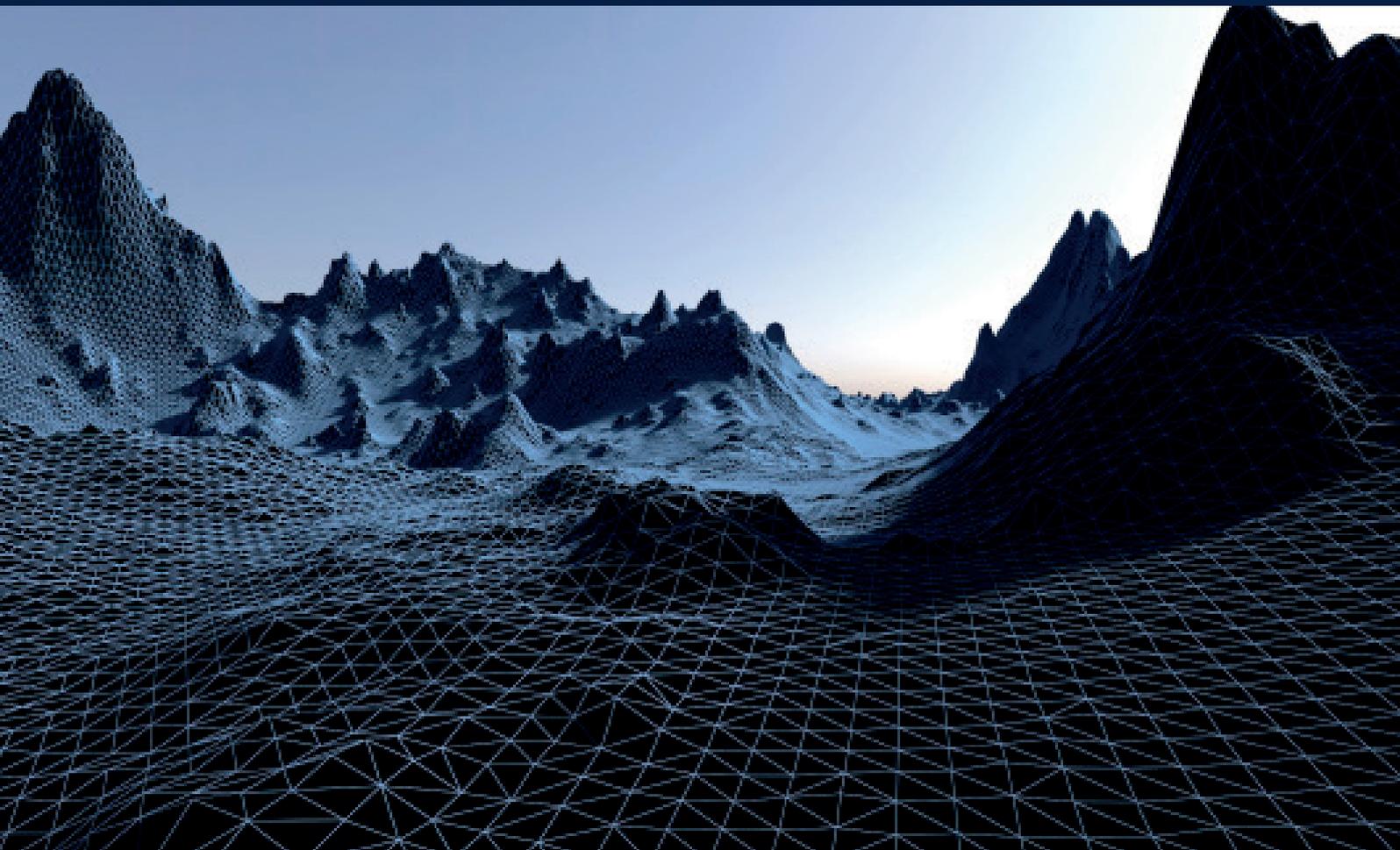




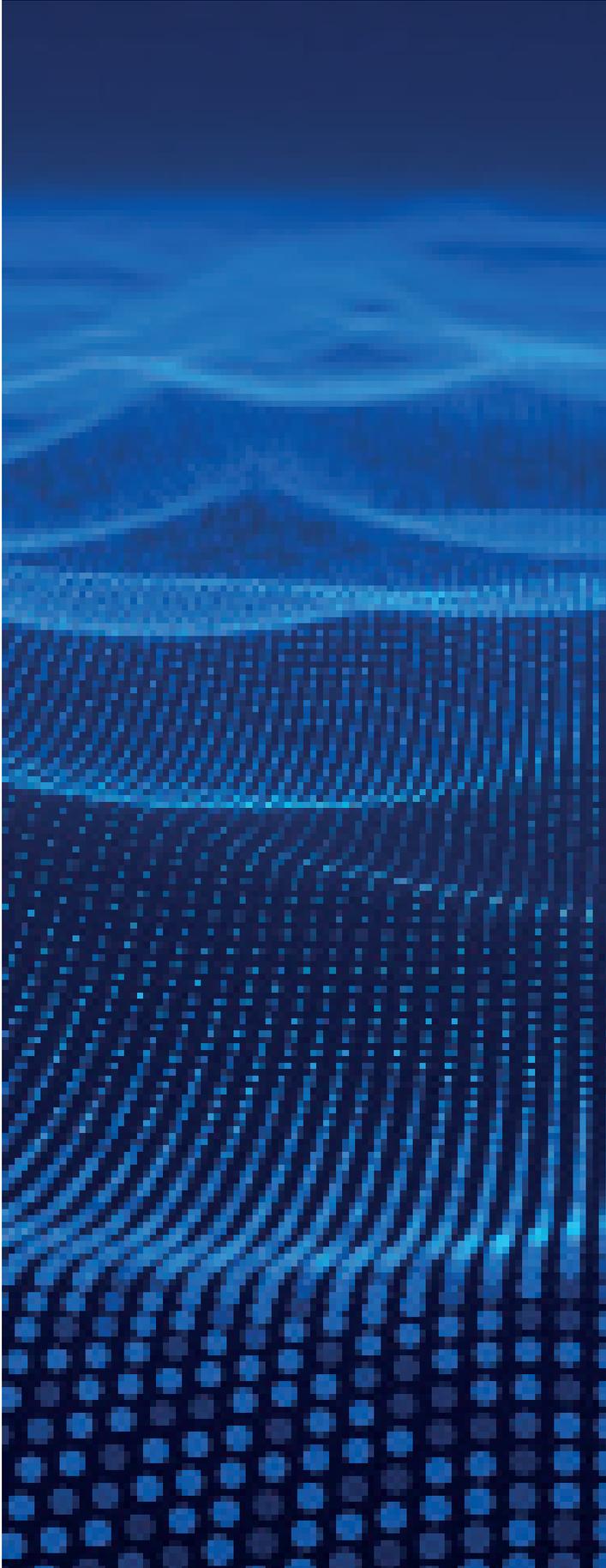
EDMOND
DE ROTHSCHILD

PERSPECTIVES & CONVICTIONS

ASSET MANAGEMENT | 2ND SEMESTRE 2023



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



SOMMAIRE

Chaque
semestre
délivre son lot
de surprises

BENJAMIN MELMAN

P. 3

Une récession ?
Quelle
récession ?

ALAIN KRIEF

P. 7

Actions
européennes : la
qualité à bon prix

CAROLINE GAUTHIER

P. 10

IA : gare aux
excès de
communication
et de valorisation

JACQUES-AURELIEN
MARCIREAU

P. 13

Marchés
émergents et
financements
climat : font-ils
bon ménage ?

LISA TURK

DANIELA SAVOIA

P. 16

CHAQUE SEMESTRE DÉLIVRE SON LOT DE SURPRISES



**BENJAMIN
MELMAN**

**Global Chief
Investment
Officer**

Ce premier semestre a délivré son lot de surprises aux investisseurs. Les performances des marchés d'actions sont très au-dessus des attentes. La récession anticipée par une grande majorité ne s'est pas tellement matérialisée, tandis que l'économie américaine et sa sphère financière ont particulièrement bien résisté à une crise bancaire qui aurait pu être bien plus grave.

Le thème de l'intelligence artificielle est monté en puissance en Bourse à un rythme exponentiel au point que la hausse du S&P 500 a été très concentrée sur les quelques valeurs en mesure de profiter de cet engouement. Le redémarrage de l'économie chinoise - que nous n'attendions pas très puissant - est chaotique et la performance des actions chinoises reste très volatile et nulle ou négative en tendance. En revanche, nous avons eu un début de confirmation de la désinflation aux États-Unis mais aussi en zone euro que nous anticipions, sous l'effet de la quasi disparition des tensions sur les chaînes de production et la forte baisse des prix des produits énergétiques et alimentaires.

LA DÉSINFLATION EST ENCORE FRAGILE MAIS GAGNE EN ASSISE

Ce mouvement est à un stade intermédiaire : fragile car encore très dépendant de la dynamique volatile des prix des matières premières, mais il gagne un peu d'assise avec le repli des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises. Il n'est cependant pas acquis tant la dynamique salariale reste forte dans un contexte économique toujours assez porteur. Il est d'ailleurs frappant dans ce contexte de voir la Fed comme la BCE conduire les investisseurs à anticiper toujours de nouvelles hausses de taux. Les banques centrales, prises à défaut quant à leur crédibilité, doivent « enfoncer le clou » pour la reconstruire pleinement. Et l'histoire montre que relâcher trop tôt le biais restrictif d'une politique monétaire en pleine désinflation peut conduire la banque centrale à remonter ultérieurement les taux bien davantage.

Si Jerome Powell souhaite entrer dans la postérité pour le même fait d'armes que Paul Volcker, n'oublions pas que même ce dernier a dû s'y reprendre à plusieurs reprises pour vaincre l'inflation. Pour avoir cette assurance

que l'inflation rentre bien dans le rang, les deux grandes banques centrales sont claires sur le fait qu'elles souhaitent voir le marché du travail stopper sa surchauffe. Des progressions salariales entre 4% et 5% comme on les observe de part et d'autre de l'Atlantique sont compatibles avec une inflation tendancielle autour de 3% et 4%, et non pas 2%. Il est probable que le ralentissement de l'inflation en cours entraîne prochainement celui des salaires mais pas dans l'ampleur nécessaire.

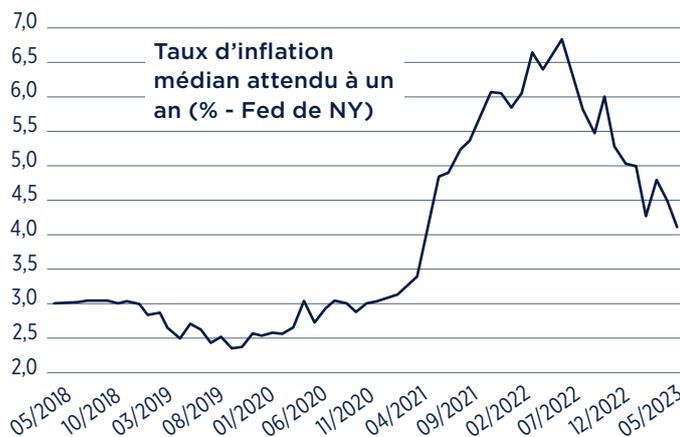
Après le laxisme budgétaire post-Covid/guerre en Ukraine, nous ne voyons nulle part le tournant de la rigueur, ce qui complique nécessairement le travail des banquiers centraux. Il est toutefois intéressant de voir que le phénomène de « greedflation »¹ a pratiquement pris fin aux États-Unis et ralentit en Europe, plaidant pour une meilleure maîtrise de l'inflation.

La crise bancaire a eu l'effet paradoxal d'augmenter directement la liquidité, les banques commerciales américaines ayant sollicité les fenêtres spécifiques de la Fed en liquidités. Mais depuis le relèvement du plafond de la dette, le Trésor américain devra regarnir sa trésorerie auprès de la banque centrale pour plusieurs centaines de milliards de dollars. Un drain va donc se créer concernant les réserves des banques commerciales, pouvant générer quelques fragilités sur les actifs risqués.

LES VALORISATIONS À LA CROISÉE DES CHEMINS

Prenons le cas de l'investisseur américain face à trois grandes classes d'actifs dominant l'effet directionnel au niveau mondial - le monétaire, les obligations *Investment Grade*² et le S&P 500. Elles offraient pratiquement le même

Les attentes des consommateurs américains en matière d'inflation diminuent



Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France), Bloomberg, 26/06/2023. Les données passées ne sont pas un indicateur fiable des données futures et peuvent varier dans le temps.

La liquidité va se contracter aux États-Unis



Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France), Bloomberg, 26/06/2023. Les données passées ne sont pas un indicateur fiable des données futures et peuvent varier dans le temps.

rendement à la mi-juin, comme si les primes de risques avaient été mises entre parenthèses. Que choisir ? Schématiquement, pour surpondérer les actions dans le contexte actuel, au sein duquel la question de la récession reste latente, il faudrait être en mesure d'entrevoir une rupture avec un choc de croissance. On pourrait ainsi anticiper que la révolution de l'intelligence artificielle (dont les entreprises liées directement à la production de ce service sont déjà richement valorisées) sera en mesure de générer des gains de productivité pour des pans entiers de l'économie.

Jusqu'ici, depuis le paradoxe de Solow - « on voit des ordinateurs partout sauf dans les statistiques de productivité » -, les espoirs de productivité issus des nouvelles technologies



ont globalement été frustrés. Selon l'économiste Robert Gordon, la révolution Internet a bien permis une remontée de la productivité américaine entre le milieu des années 1995 et 2005, mais simplement pendant une décennie. Cependant, l'absence de changement de

rythme de la productivité dans les autres pays développés a laissé beaucoup de perplexité.

Il en sera peut-être différemment pour l'intelligence artificielle mais les précédents historiques invitent à un minimum de circonspection. Au-delà de cette question et à plus

Les valorisations à la croisée des chemins



— S&P 500 Earnings Yield (12M forward) — US Corporates Yield to Worst — US 3M Treasury rates

Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France), Bloomberg, 26/06/2023. Les données passées ne sont pas un indicateur fiable des données futures et peuvent varier dans le temps.

court terme, la volonté des banques centrales de refroidir l'économie, la prochaine réduction de la liquidité ainsi que le tassement de la « greedflation » ne sont pas des facteurs très propices. **Ainsi, nous sous-pondérons les actions dans nos portefeuilles mais plutôt légèrement.**

Concernant les obligations, le fait que les banques centrales pourraient resserrer davantage leur politique monétaire que ce que le marché anticipe actuellement ne constitue plus à ce stade un sujet d'inquiétude quant à l'effet durée. Les parties intermédiaires et plus longues de la courbe pourraient bénéficier de la détermination de la banque centrale à se débarrasser de l'inflation et donc à pouvoir baisser ultérieurement significativement les taux d'intérêts. Et la poursuite de la désinflation ces prochains mois ne peut être que porteuse d'espoir. À ce titre, **nous surpondérons les obligations et les stratégies de portage sur l'Investment Grade et le High Yield de bonne qualité.**

Si nous avons davantage confiance dans le déroulement de la désinflation que dans un hypothétique nouveau monde plus productif issu de l'intelligence artificielle, si nous privilégions les obligations au détriment des actions, c'est aussi une question de contexte. Les risques de récession et de resserrement excessif des banques centrales sur la liquidité perdurent, un environnement au sein duquel

le durcissement de la réalité et du quotidien peut occulter la perspective issue des changements majeurs.

1. La « greedflation » consiste à accroître les prix de vente pour tirer profit de l'inflation en augmentant la marge bénéficiaire.

2. Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's). Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.

- **La liquidité va repartir à la baisse après le relèvement du plafond de la dette américaine**
- **La poursuite de la désinflation ces prochains mois est porteuse d'espoir**
- **Nous privilégions les obligations au détriment des actions**

UNE RÉCESSION ? QUELLE RÉCESSION ?



ALAIN KRIEF
**Responsable
de la Gestion
obligataire**

Le premier semestre se termine et les marchés ne sont clairement pas en phase avec un contexte de récession. Les marchés actions, avec beaucoup d'hétérogénéité, s'affichent en hausse, tandis que les marchés obligataires se tiennent bien avec également des disparités notamment entre les marchés de taux et les marchés de crédit.

Et pourtant, nous pouvons dire que la zone euro est en récession technique après la contraction du PIB pendant deux trimestres consécutifs. La légère baisse de -0,2% témoigne tout de même d'une bonne résilience face aux différents chocs qui sont venus heurter l'économie :

- un choc énergétique avec des prix du gaz naturel qui ont bondi de 415% entre février et août 2022,
- une hausse significative de l'inflation à 10,6% en octobre 2022, qui a décimé le pouvoir d'achat et nuï à la consommation,
- un cycle manufacturier mondial faible qui a ramené l'indice PMI manufacturier de la zone euro à 43,4 en juin,
- et une politique monétaire très restrictive de la part de la BCE.

Les marchés obligataires ont intégré au cours de la première partie de l'année deux facteurs importants qui restaient bien incertains fin 2022, même si un consensus fort sur ces points n'est pas acquis à 100% : une forte baisse de l'inflation à venir dans les prochains mois et par conséquent, la fin du cycle de remontée des taux des grandes banques centrales (Fed et BCE).

Il reste bien sûr des fortes incertitudes, concernant les tensions géopolitiques, la résilience de l'économie et en particulier du marché de l'emploi et enfin quant à l'occurrence d'une prochaine récession, et si finalement elle a lieu, son *timing* et son amplitude.

VERS UNE DIMINUTION DE L'INFLATION DANS LA ZONE EURO

Citons quelques indicateurs importants qui nous permettent de faire pencher la balance vers un repli de l'inflation. Tout d'abord, la politique monétaire est restrictive. La BCE a été lente à réagir à la hausse de l'inflation

en 2021, mais en juillet 2022, elle a commencé à resserrer la vis. En moins d'un an, elle a porté son taux de dépôt de -0,5% à 3,5%. L'impact sur les principales variables économiques est déjà visible, avec l'effondrement de la masse monétaire M1¹, la chute de la demande de crédit, le resserrement des normes de crédit (« credit standard ») et la baisse notable des flux de crédit. Toutes ces évolutions sont compatibles avec une nouvelle baisse de l'inflation au cours des prochains mois.

Par ailleurs, la faiblesse du secteur manufacturier est désinflationniste. Elle crée des capacités inutilisées et exerce une forte pression à la baisse sur les prix des biens échangés au niveau mondial tels que les matières premières. Par conséquent, la faiblesse des PMIs, des composantes des prix payés, ou des prix des exportations coréennes annoncent clairement la baisse prochaine des chiffres CPI (Consumer Price Index) à venir.

Enfin, la répercussion de la diminution du prix de l'énergie a finalement commencé à tirer le « core CPI » à la baisse. Il a fallu six mois pour que la hausse des prix de l'énergie se fasse sentir sur le « core CPI » et il a fallu six mois aussi après avoir atteint le pic du « CPI Energy » pour que l'on ait enfin une baisse au niveau du « core CPI » car ces fortes variations se répercutent sur les prix des biens ainsi que sur les services. La baisse progressive de l'inflation et du « core CPI » en particulier est un facteur très important pour que s'amorce la fin du cycle de remontée des taux du côté de la BCE.

Les discours des banquiers centraux, au sein de la Fed et de la BCE, restent « hawkish » malgré la pause de la Fed en juin. En effet, concernant la BCE, nous avons la quasi-certitude d'une remontée des taux de +25 points de base en juillet. Et tant que les chiffres d'inflation ne montrent pas une baisse significative, ses membres ne peuvent délivrer un autre son de cloche. Mais l'une et l'autre des deux banques centrales restent « data dependant ». Elles essaient de faire passer le message qu'elles ne baisseront pas les taux pendant une longue période afin de bien s'assurer que l'inflation recule sur le long terme. Ce que le marché a du mal à intégrer totalement étant donné que les politiques monétaires restrictives agissent certes sur la baisse de l'inflation mais aussi ont un fort impact sur le ralentissement économique.

QUID DE L'ACTION DES BANQUES CENTRALES EN CAS DE FORTE RÉCESSION ?

Après une pause en termes de hausse des taux, prévue à partir de cet été ou de septembre, si les perspectives en matière d'inflation sont bonnes, les banques centrales n'auront pas d'autre choix que de baisser les taux pour soutenir l'économie en 2024 en cas de ralentissement économique trop prononcé annonçant une forte récession.

Dans ce contexte, avec des croissances faibles pour l'instant estimées par la BCE à 1,5% en 2024 et 1,6% en 2025, il nous semble alors très clair qu'il faut investir sur les marchés de crédit, tout en étant légèrement long en duration.

En effet, si on considère la zone euro, les rendements sur les marchés obligataires sont bien positifs et se décomposent en deux parties :

- la partie dite « taux sans risque » qui va suivre l'évolution des taux d'État allemand s'affichant pour rappel à +3,1% sur le 2 ans, +2,45% sur le 5 ans et +2,3% sur le 10 ans (niveaux à fin juin 2023),
- la partie « spread² » (prime de risque crédit) qui correspond à la qualité (solvabilité de l'émetteur), mais qui peut intégrer aussi une prime de risque pays pour les marchés émergents.

Dans l'hypothèse où se profile devant nous un ralentissement économique plus ou moins fort sans pour autant basculer nécessairement en récession, alors nous ne pouvons pas espérer un resserrement des primes de risques crédit à venir en moyenne, hors cas spécifiques, mais éventuellement un écartement ou une stabilité des *spreads*. Il en résulte une performance positive par l'effet « portage » (stabilité des *spreads*) ou bien nulle, voire négative en cas d'écartement.

Étant donné que la courbe des taux sans risque est inversée (le court plus rentable que le long), la catégorie « Investment Grade³ » (entreprises notées BBB- et au-dessus) ne nous semble pas attractive sur le 5 ans ou plus, car les *spreads* relativement faibles ne peuvent compenser les mouvements des taux sans risque. De plus, l'écartement éventuel de ces primes entraîneront des performances faibles ou négatives. Seul le très court, 1 à 2 ans, semble alors intéressant au sein de cette catégorie.

► OBLIGATIONS

En revanche, les autres catégories à primes de risque (*spreads*) importantes (>200 points de base) nous semblent particulièrement attractives, étant donné que le portage, étant très important, sera un facteur de performances positives à moyen terme. La partie taux sans risque associée donne à la fois du portage mais aussi une protection naturelle en cas de plus fort ralentissement qu'attendu (qui se traduit généralement par une hausse des *spreads* et une baisse des taux sans risque).

Parmi les catégories à primes de risque importantes nous trouvons :

- La catégorie « **High Yield**⁴ » (entreprises notées BB+ et en-dessous). Il est préférable bien sûr d'être sélectif et de se positionner sur les bonnes notations et les bons secteurs de cette catégorie pour véritablement bénéficier de cette opportunité d'investissement. À titre d'exemple, la notation BB offre une prime de risque moyenne de l'ordre de 350 points de base⁵. Il faut sans doute éviter ou être très sélectif concernant les signatures CCC et les secteurs comme l'immobilier ou le « retail ».
- Les **financières subordonnées**, suite à l'épisode Credit Suisse, offrent des *spreads* proches de 800 points de base malgré des fondamentaux très solides⁵. Les risques d'extension et de non remboursement au call semblent très limités pour la plupart des grandes banques et le risque systémique reste globalement faible.
- Les « **hybrides corporate** », à savoir des dettes subordonnées sur des émetteurs non financiers. Ils émettent ces dettes pour bénéficier d'un traitement favorable par l'agence de notation S&P, leur permettant de soutenir leur notation en catégorie « Investment Grade ». En contrepartie, ces émissions offrent des primes de risque de l'ordre de 525 points de base⁵. Là encore, les risques d'extension et de non remboursement au call semblent très limités excepté sur le secteur immobilier.
- Les **marchés émergents souverains ou crédit** offrent respectivement des primes de risque de l'ordre de 830 et 540 points de base sur la partie *High Yield*⁵. La dynamique de ces classes d'actifs est toutefois différente et elles bénéficient en général d'un dollar faible et d'une bonne tenue des matières premières.

L'année 2023 a bien commencé pour les marchés obligataires crédit avec des performances

proches de 4% pour les actifs à « fortes primes de risque »⁶. Elle devrait continuer ainsi tout au long de cette deuxième partie de l'année. **Il faut donc être encore investi, sélectif avec un peu plus de duration (sensibilités aux taux sans risque)** pour se protéger d'un ralentissement économique trop important qui n'est pas attendu.

Source des chiffres : Bloomberg. Données au 27 juin 2023.

1. M1 qui correspond aux pièces et billets dans les comptes courants, les actifs immédiatement utilisables comme moyens de paiement, c'est-à-dire la monnaie fiduciaire et le contenu des dépôts à vue.
2. Le *spread* désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
3. Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard & Poor's).
4. Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
5. Source : Bloomberg. Données au 27 juin 2023. Les données passées ne sont pas un indicateur fiable des données futures et peuvent varier dans le temps.
6. Source : indices ICE Bank of America. Données au 27 juin 2023. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

► **La baisse progressive de l'inflation et du « core CPI » en particulier est un facteur très important pour que s'amorce la fin du cycle de remontée des taux du côté de la BCE**

► **Dans un contexte de prévisions de croissance faible en zone euro et d'un soutien probable des banques centrales à l'économie, les marchés de crédit offrent de nombreuses opportunités**

► **Les segments à primes de risque importantes, tels que le High Yield, les subordonnées financières, les hybrides corporate et les émergents, nous semblent particulièrement attractifs**

ACTIONS EUROPÉENNES : LA QUALITÉ À BON PRIX



**CAROLINE
GAUTHIER**
**Co-Responsable
de la Gestion
Actions**

Avec une performance de plus de 20% depuis les plus bas de septembre 2022¹, le marché des actions européennes est entré dans une phase haussière que peu d'investisseurs avaient anticipée et ont pu capter. Le positionnement excessivement prudent vis-à-vis de l'Europe par crainte d'une récession - qui tarde à se concrétiser - pousse à s'interroger désormais sur l'attitude à adopter. La recherche d'opportunités sera cruciale pour cette seconde moitié de l'année. Nous sommes convaincus que la qualité doit toujours être au cœur des stratégies et anticipons un rebond des petites capitalisations, injustement sous-évaluées compte tenu de leurs solides fondamentaux.

RÉSILIENCE DES ENTREPRISES DANS UN CONTEXTE DE NORMALISATION

La hausse du marché européen depuis le début de l'année n'est pas surprenante étant donné la grande résilience de nos entreprises cotées. Alors que certains redoutaient un recul d'environ 10% des bénéfices par action en 2023, ils ont été révisés progressivement à la hausse sur les derniers mois et sont attendus à ce stade légèrement au-dessus des résultats record de 2022. Cette évolution positive est soutenue par une demande toujours robuste souvent portée par des mégatendances toujours à l'œuvre, des augmentations de prix significatives et des carnets d'ordres souvent au plus haut compte tenu de l'incapacité des entreprises à livrer leurs clients l'an passé du fait des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Derrière cette résilience se cachent toutefois de fortes disparités entre les secteurs : certains tels que la chimie ou les matériaux de base devraient accuser des baisses de plus de 30% de leurs résultats tandis que d'autres



comme les assurances ou l'hôtellerie et loisirs devraient signer des hausses supérieures à 30%. Au sein même des secteurs, les divergences sont également importantes entre les entreprises selon leur capacité à tenir les prix ou leur politique de couverture en matière d'énergie par exemple.

PRIVILÉGIER LA QUALITÉ

Si l'Europe n'a pas échappé à la frénésie de l'intelligence artificielle, la répartition de la hausse

du marché depuis le début de l'année a été plus équilibrée qu'aux États-Unis. Alors que seulement 25% des sociétés du S&P 500 ont surperformé l'indice, ce chiffre atteint plus de 40% au sein du Stoxx 600, témoignant d'une plus grande profondeur du marché. Cette moindre concentration de la performance sur les marchés européens doit être exploitée pour identifier les opportunités.

Après la violente compression des multiples due à la hausse des taux de 2022 et malgré la performance boursière des derniers mois, les valorisations en Europe restent très raison-

► ACTIONS EUROPÉENNES

nables avec un ratio prix/bénéfices de 12,5x, inférieur à la moyenne historique de 15x sur 10 ans et bien en deça des valorisations du marché américain (20% de décote à pondération égale des secteurs).

Dans le scénario où l'essentiel de la hausse des taux est désormais derrière nous et considérant que la valorisation des actions est davantage influencée par l'ampleur de la remontée des taux que par leur niveau final, l'hypothèse d'une compression de multiples supplémentaire nous paraît limitée tandis qu'une réappréciation de ces derniers est tout à fait envisageable.

Ainsi, même après le rebond du 1^{er} semestre et en dépit des nombreux risques et incertitudes macro-économiques qui persistent, le marché européen semble protégé par sa valorisation modérée et la sous-exposition globale des acteurs de marché.

Sans même aborder la probabilité et l'ampleur d'une récession, il est indéniable que nous sommes entrés en phase de normalisation de l'économie se traduisant par un ralentissement des tendances d'activité. Les effets de déstockage ne sont pas encore achevés et la demande pourrait s'essouffler à un moment donné. Il est donc essentiel de rester vigilants et sélectionner les sociétés dotées de modèles économiques de qualité et de bilans sains, qui offrent le plus de visibilité.

SE POSITIONNER POUR LE REBOND DES SMALL CAPS

Nous pensons que certains segments intègrent déjà dans leur valorisation un scénario de récession limitant ainsi leur potentiel de baisse résiduelle. C'est le cas de certaines valeurs cycliques ou value² mais aussi du segment des petites capitalisations.

La classe d'actifs des small caps, qui a été délaissée par les investisseurs, a particulièrement souffert en relatif depuis l'an dernier, affichant une sous-performance par rapport aux large caps d'une ampleur historique, supérieure à celle observée pendant la Grande Crise Financière. Cette sous-performance extrême, expliquée par l'aversion au risque et la préférence donnée à la liquidité, conduit aujourd'hui à une anomalie de valorisation jamais observée au cours des 20 dernières années.

La prime de valorisation habituelle des small caps par rapport aux large caps, qui s'élevait

en moyenne à 25%³ au cours des deux dernières décennies, s'est complètement effacée, conduisant même à une décote. Alors que les attentes de bénéfices sont encore supérieures à celle des large caps pour 2023 et 2024, la simple reconstitution de la prime historique conduirait à un potentiel de hausse de 35%.

Sachant que l'endettement des small caps n'est pas plus élevé que celui des large caps⁴, que leur volatilité mesurée sur 20 ans est similaire, il apparaît dès lors que les small caps présentent un profil risque/rendement très intéressant pour un investissement à moyen terme.

1. Source : STOXX 600. Données au 27/06/2023. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.

2. La gestion « value » consiste à sélectionner des actions décotées, c'est-à-dire des actions dont le prix est inférieur à ce qu'il devrait être au regard de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

3. En multiple de prix/bénéfices.

4. Source JP Morgan – mesuré en équipondéré.

► **Si l'Europe n'a pas échappé à la frénésie de l'intelligence artificielle, la moindre concentration de la performance sur les marchés européens doit être exploitée pour identifier les opportunités**

► **Il est essentiel de rester vigilants et sélectionner les sociétés dotées de modèles économiques de qualité et de bilans sains, qui offrent le plus de visibilité**

► **La sous-performance extrême des small caps conduit à une anomalie de valorisation jamais observée au cours des 20 dernières années**

IA : GARE AUX EXCÈS DE COMMUNICATION ET DE VALORISATION



**JACQUES-
AURÉLIEN
MARCIREAU**

**Co-Responsable
de la Gestion
Actions**

Dans un monde saturé de sollicitations, l'attention est plus que jamais une denrée précieuse. À l'heure où les Américains passent en moyenne 17 heures par jour sur un écran¹, il n'est pas étonnant qu'un acteur du monde du jeu vidéo considère Netflix, TikTok ou encore Youtube comme ses concurrents « directs ». Autre façon de considérer le sujet : si aujourd'hui n'importe quel individu est à portée de clic via internet et les réseaux sociaux, obtenir leur attention est plus que jamais un privilège.

Si les géants de l'internet et de la technologie ont toujours eu un avantage pour capter notre attention compte tenu des données dont ils disposent et de leur capacité à cerner nos comportements, il semblerait qu'un nouveau cap vienne d'être franchi et tous les coups sont désormais permis.

UN EXERCICE DE VITESSE

D'une certaine manière, le secteur a repris à son compte l'héritage de la stratégie de communication de Donald Trump. Dans un « post fact world », l'important consiste simplement à choquer suffisamment pour capter l'attention. Il n'est désormais pas rare de voir des campagnes de communication au sein desquelles l'exactitude des propos est remplacée par l'adhésion à la thématique porteuse, qui devient un exercice de vitesse car ces mêmes thématiques ont tendance à s'épuiser plus rapidement.

C'est ainsi que dans le domaine de l'IA, agiter les peurs autour d'une intelligence artificielle (IA) générale qui viendrait à bout de l'humanité permet à la fois de choquer, entretenir le buzz au service de logiques mercantiles, allant même jusqu'à demander une régulation qui serait fort utile pour constituer plus rapidement un oligopole voire un cartel. Que des sociétés de premier plan s'adonnent à ce genre de pratiques est dommageable et dans ce domaine, saluons l'attitude mesurée de Google vis-à-vis de Microsoft/OpenAI ou encore Elon Musk.



Le cas de l'IA n'est pas le premier, il y a des précédents : autour de sujets tels que le bitcoin, la blockchain et le metaverse, nombre d'entreprises ont mis de côté leurs doutes en échange d'une publicité gratuite.

Où sont passés les contradicteurs ? Ils sont devenus silencieux. L'idée ici n'est pas de dénoncer l'enthousiasme pour des technologies ou des concepts émergents, mais la disparition d'un débat équilibré, car combattre

un buzz et des idées ou des données erronées avec une dose saine de scepticisme ne rapporte rien, si ce n'est des ennuis². La stratégie retenue désormais par nombre d'opposants est d'attendre silencieusement un effondrement naturel et l'arrivée d'une vague nouvelle.

Quel lien avec l'investissement ? La transposition de l'héritage de Trump dans les nouvelles technologies complexifie énormément la tâche de l'investisseur et expose de nombreux épar-

▶ ACTIONS

gnants à des risques majeurs. Pour ceux dont la responsabilité est de veiller aux patrimoines investis en nouvelles technologies, il est impératif de redoubler d'ardeur, de méticulosité mais également de pédagogie. Appréhender ce phénomène requiert définitivement une vigilance et une attention de tous les instants.

LA DONNÉE RESTE UN ENJEU CLÉ

La communication n'est pas le seul défi à relever pour un investisseur. La bulle financière créée autour de l'intelligence artificielle pose également des difficultés. Jamais, dans l'histoire de l'Humanité, une technologie n'a été diffusée aussi rapidement. Les controverses sur l'intelligence artificielle ne sont pas d'ordre technique mais politique, sur l'usage qui peut en être fait : permettre d'accélérer la recherche médicale comme favoriser la désinformation. En réalité, on extrapole beaucoup sur ce que l'intelligence artificielle est véritablement capable de faire car il ne s'agit pas d'une intelligence générale dangereuse pour l'Humanité. Tous ces débats sur le sujet créent un climat qui n'est pas sain, mais cela entretient l'euphorie des marchés et fait gonfler les cours de Bourse des acteurs de la filière.

De notre point de vue, les marchés sont déjà dans l'excès. Un certain nombre de méga-capitalisations de la technologie - Google, Microsoft, Amazon, etc.- sont en surchauffe, car elles ont bénéficié d'un double appel d'air. Tout d'abord, elles ont joué le rôle de valeurs refuge à la suite de la panique sur le secteur bancaire au mois de mars (elles sont rentables et ont du cash, ce sont des quasi monopoles de fait et les titres sont liquides). Ensuite, les investisseurs considèrent qu'elles sont les mieux placées pour capitaliser sur l'intelligence artificielle.

Que se passera-t-il si le déploiement de l'intelligence artificielle ne va pas aussi vite qu'espéré ? Si des limitations à son utilisation sont posées ? Si la demande de processeurs graphiques - qui servent à entraîner les grands modèles de langage - tarde à se matérialiser, aboutissant à un surstockage ? L'engouement actuel retombera-t-il comme un soufflé ou de manière graduelle ? Même si ce sont aujourd'hui les algorithmes qui font sensation, nous estimons que le potentiel de création de valeur se situe plutôt du côté de la donnée, indispensable pour faire tourner ces modèles.

Les « data users », ces entreprises non technologiques qui sont propriétaires d'une quantité importante de données dans un domaine spécifique, seront les grandes gagnantes de la révolution de l'IA, à l'image des banques, des assureurs, des acteurs de la santé ou encore de la logistique. C'est également le cas de certains fournisseurs de logiciels spécialisés dans un secteur d'activité, qui ont accès à l'ensemble des données de tous leurs clients. Ces sociétés sont les mieux positionnées selon nous pour bénéficier d'un avantage compétitif grâce à l'utilisation du Big Data et tirer leur épingle du jeu au cours des prochaines années. Celui qui contrôle la donnée reste de notre point de vue l'acteur le plus puissant dans la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle, d'autant plus lorsque les algorithmes concurrents se multiplient.

1. Une étude publiée en 2020 et menée par la société britannique Vision Direct sur 2.000 personnes aux États-Unis conclut qu'un adulte américain passe tous les jours en moyenne 5 heures devant son ordinateur, 4h33 sur son téléphone, 4h30 devant la télévision et 3h12 à jouer aux jeux vidéo.

2. Dans ce contexte, nous tenons à saluer le courage de Yann Le Cun, chercheur en IA.

▶ **La transposition de l'héritage de Trump dans les nouvelles technologies complexifie la tâche de l'investisseur et expose de nombreux épargnants à des risques majeurs**

▶ **Le potentiel de création de valeur ne se situe pas tant du côté des algorithmes mais plutôt de la donnée, indispensable pour faire tourner ces modèles**

▶ **Les entreprises non technologiques propriétaires d'une quantité importante de données vont tirer leur épingle du jeu**

MARCHÉS ÉMERGENTS ET FINANCEMENTS CLIMAT : FONT-ILS BON MÉNAGE ?



LISA TURK
**Gérante Dettes
d'entreprises
émergentes**

Les dernières évolutions de la taxonomie de l'Union européenne ont concentré les débats sur le climat autour de l'UE, mais pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris, il faut une vision mondiale. En effet, les marchés émergents forment la région qui connaît la croissance la plus rapide en termes de consommation d'énergie, si bien que les objectifs d'alignement des températures fixés par l'Accord de Paris ne pourront pas être atteints s'ils restent sur leur trajectoire de CO₂ actuelle.

PAYS ÉMERGENTS : UN BESOIN CROISSANT EN ÉNERGIE

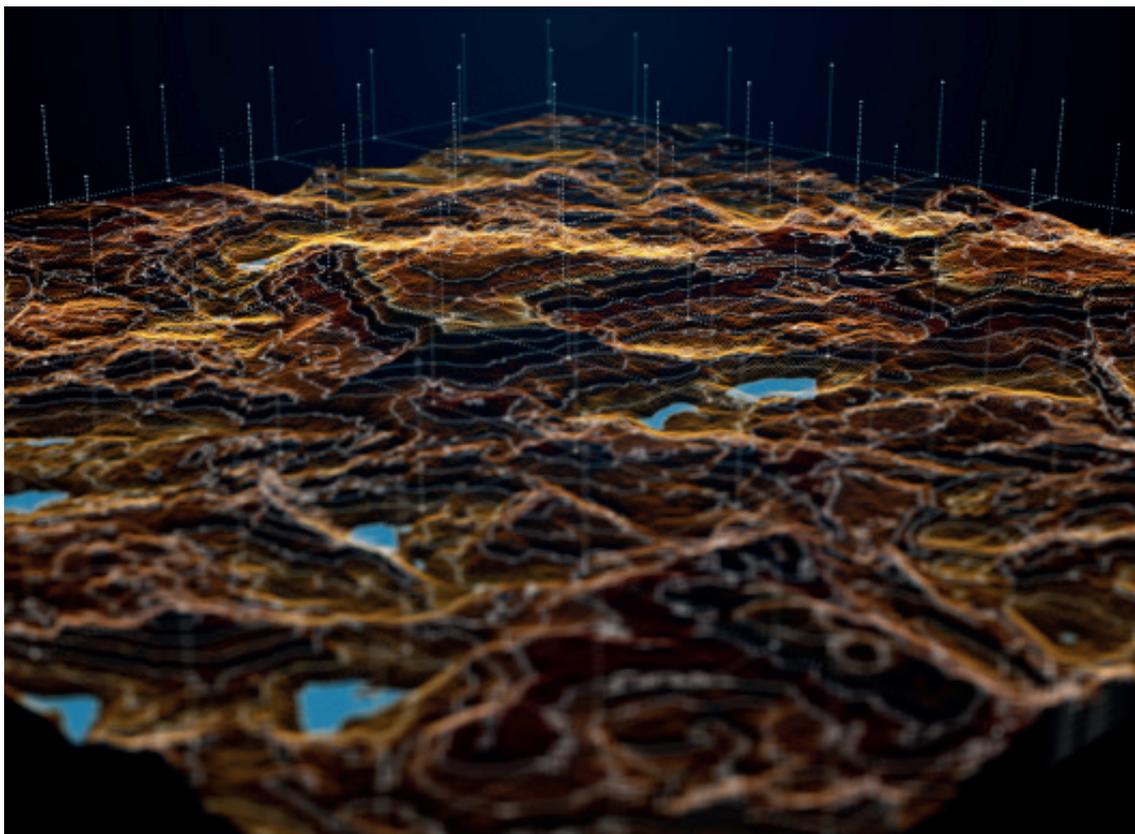


**DANIELA
SAVOIA**
**Gérante Dettes
d'entreprises
émergentes**

Aujourd'hui, les émissions de carbone par habitant sont faibles dans la majorité des pays émergents, si on les compare à celles de la plupart des marchés développés, mais les perspectives économiques et démographiques des pays en développement entraîneront une forte augmentation de la consommation d'énergie dans les années à venir. Or, le CO₂ n'a pas de frontières. Les conséquences climatiques seront donc globales.

On estime notamment que d'ici 2030, l'Inde dépassera l'Union européenne en tant que troisième plus grand consommateur d'énergie au monde et que d'ici 2040, le pays aura augmenté sa consommation d'énergie primaire de 70%. Ce n'est là qu'un exemple, mais il illustre clairement l'ampleur du défi auquel les marchés émergents, et par conséquent le monde entier, seront confrontés dans les prochaines décennies.

Cette situation constitue une occasion unique pour les pays émergents de faire l'impasse sur certaines technologies gourmandes en carbone pour se concentrer d'emblée sur des technologies plus propres et plus efficaces. Par exemple, un pays comme le Nicaragua, qui dispose actuellement d'une infrastructure électrique très limitée, pourrait se passer du charbon pour privilégier des sources d'énergie renouvelable comme le solaire et l'éolien.



LES INVESTISSEMENTS VERTS DANS LES ÉMERGENTS : UN IMPACT À GRANDE ÉCHELLE

Le développement vert à l'échelle mondiale nécessitera des investissements sans précédent, en particulier dans des projets de taille et à fort impact. Les marchés émergents, hors Chine, ont ainsi besoin d'environ 1 000 milliards de dollars en financements climat chaque année, or actuellement la région reçoit moins d'un tiers des capitaux nécessaires². Il est donc urgent de s'attaquer à cet immense déficit de financement afin de le réduire, tout en saisissant les opportunités encourageantes pour toutes les parties prenantes.

Il convient de noter que de nombreux pays émergents sont prêts à recevoir de tels flux de capitaux et qu'il existe dans la région des projets qui ont à la fois un potentiel d'envergure et d'impact. C'est d'autant plus vrai que l'impact du changement climatique est déjà perceptible dans de nombreux pays émergents. Les conséquences étant plus graves pour ceux-ci, les gouvernements sont davantage incités

à élaborer et à mettre en œuvre des projets visant à réduire les émissions de carbone. Dans ces pays, il ne s'agit pas seulement de faire des choix responsables, c'est aussi une question d'existence. La pièce manquante est donc le capital.

Le Chili, par exemple, est en train de se positionner à l'avant-garde des énergies renouvelables. Le pays s'est engagé à convertir plus de 80% de sa production totale d'électricité en énergies renouvelables d'ici à 2030, ce qui n'est pas une mince affaire, d'autant plus que le charbon a constitué une part importante de son réseau³. Toutefois, depuis 2022, les énergies renouvelables représentent plus de 50% de la production d'électricité, ce qui constitue une amélioration considérable par rapport aux années précédentes et rend l'objectif de 80% crédible. Le soutien généralisé de la population et des différents partis politiques constitue un contexte stable et idéal pour que le secteur privé puisse développer des projets dans le domaine des énergies renouvelables. Les entreprises privées ont joué un rôle crucial dans la transition énergétique du Chili, avec des projets allant du stockage à la production en passant par la transmission. Si des investissements supplémentaires sont consentis, le potentiel est énorme.

OBLIGATIONS VERTES : UN OUTIL EFFICACE DANS LA LUTTE CONTRE LE CHANGEMENT CLIMATIQUE

Les investisseurs ont la possibilité de contribuer à la solution, notamment par le biais de produits labellisés tels que les obligations vertes pour ce qui est des instruments liquides. L'approche « *Use-of-Proceeds* » des obligations vertes est largement reconnue par les instances internationales (ONU, G20, OCDE, FMI, UE) comme un outil essentiel pour « améliorer l'efficacité de la finance durable et mobiliser davantage d'investissements privés »⁴. À titre de référence, les obligations vertes sont utilisées par les entreprises pour financer des projets verts éligibles, qui peuvent, notamment, englober l'efficacité énergétique, les transports propres, l'isolation ou la gestion des déchets. Ces instruments sont bien réglementés et respectent des principes stricts, ce qui permet aux investisseurs de suivre les fonds prêtés jusqu'aux projets finaux et donc d'en mesurer l'impact.

Le marché des obligations labellisées⁵ est un segment en très forte croissance, malgré sa taille déjà appréciable. Il représente dans son ensemble environ 4 000 milliards de dollars, dont environ 25% dans les marchés émergents. Depuis 2017, les émissions émergentes labellisées ont été multipliées par plus de 8 et devraient continuer à croître à un rythme soutenu. Du côté de la demande, l'intérêt pour ce marché n'a cessé de croître, en particulier dans le contexte de l'engagement de plus de 10 000 milliards de dollars d'actifs institutionnels en faveur de la transition vers la neutralité carbone⁶. Cette affirmation est corroborée par la collecte positive l'année dernière des fonds émergents ESG, au moment où la décollecte des fonds non-ESG atteignait des sommets inégalés depuis plus d'une décennie. Il en résulte une évolution intéressante pour les investisseurs, car la profondeur de ce marché et sa dynamique rendent le segment attractif d'un point de vue financier, en plus du point de vue de l'impact. On notera surtout qu'il n'y a actuellement aucun coût supplémentaire (c'est-à-dire aucun « greenium ») pour les investisseurs qui se positionnent sur des obligations émergentes labellisées versus des non-labellisées, les deux classes d'actifs offrant un rendement corrigé du risque similaire.

Une approche de gestion active est essentielle dans ce domaine, car toutes les obligations vertes

ne se valent pas. La transparence qui caractérise les obligations vertes permet aux gérants de portefeuilles d'évaluer et d'analyser leur impact réel. Une société immobilière émettant une obligation verte pour construire un immense hôtel sur la plage pourrait avoir le même label qu'une société d'énergie renouvelable émettant une obligation verte pour financer un nouveau projet éolien. Il est donc nécessaire d'adopter une approche critique et active dans ce secteur.

Pour conclure, d'un point de vue financier, il n'y a pas de solution miracle pour lutter contre le changement climatique, mais une combinaison des outils disponibles peut permettre une avancée considérable, notamment avec des initiatives publiques et privées, ainsi que des investissements liquides et illiquides. De notre point de vue, les obligations vertes comptent parmi les outils les plus efficaces sur le marché des instruments liquides.

1. Par rapport à 2019. Source : Agence internationale de l'énergie (AIE).

2. Source : Fondation Rockefeller.

3. Source : politique énergétique nationale du Chili 2022.

4. Banque européenne d'investissement.

5. Le marché des obligations labellisées se compose d'obligations vertes, sociales, durables et liées à la durabilité. Source : Bloomberg BNEF (janvier 2023).

6. Net Zero Asset Owner Alliance des Nations Unies.

► **La consommation d'énergie des marchés émergents augmente très rapidement, de sorte qu'ils prennent une place centrale dans la lutte contre le changement climatique**

► **Les projets bas carbone dans les pays émergents sont susceptibles d'avoir un impact majeur, mais des flux financiers supplémentaires sont nécessaires**

► **Les obligations vertes comptent parmi les outils les plus efficaces pour relever ce défi, tout en offrant une dynamique intéressante aux investisseurs**

AVERTISSEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

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

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros - Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edram.fr



EDMOND
DE ROTHSCHILD

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

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