



GENERALI
INVESTMENTS

COMMUNICATION MARKETING POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS EN FRANCE,

THÈMES D'INVESTISSEMENT POUR 2024

Les points de vue des sociétés de gestion de
l'écosystème Generali Investments

Your Partner for Progress.



INTRODUCTION

L'économie mondiale a fait preuve d'une remarquable résistance en 2023, évitant la récession brutale qui était largement anticipée dès le début de l'année.

Un scénario macroéconomique en évolution constante a provoqué une volatilité accrue de toutes les classes d'actifs. L'inflation a ralenti et les taux d'intérêt se sont inscrits dans une tendance de "hausse durable", les rendements réels positifs relançant la concurrence des flux de capitaux sur les marchés financiers.

Les banques centrales réduiront-elles leurs taux en 2024 ? Comment les investisseurs peuvent-ils se positionner face à des perspectives de croissance incertaines ? Les perspectives optimistes liées à l'Intelligence Artificielle sont-elles une tendance temporaire ?

Pour répondre à ces questions et à d'autres encore, nous avons le plaisir de vous présenter les derniers points de vue des sociétés de gestion d'actifs spécialisées de l'écosystème Generali Investments, qui se sont penchées sur les risques et les opportunités que 2024 pourrait présenter.

SOMMAIRE

Introduction 2

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

Vue d'ensemble 3

OBLIGATIONS

Generali Asset Management 5

Generali Asset Management 5

Plenisfer 6

Sycomore 6

ACTIONS

Sycomore 9

Aperture 9

Generali Asset Management 10

MULTI ACTIFS

Generali Asset Management 12

Plenisfer 12

STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES

Lumyna 14

DETTE PRIVÉE

Generali Asset Management 16

IMMOBILIER

Generali Real Estate 18

INFRASTRUCTURE

Infranity 20

Sosteneo 21

ESG

Sycomore 23

Generali Asset Management 23

VUE D'ENSEMBLE

L'équipe de Recherche macroéconomique et des Marchés de Generali Asset Management présente les thèmes clés analysés pour 2024.

Prenez garde au consensus ! Les investisseurs avaient débuté l'année 2023 sur une note trop pessimiste. Malgré des positions plus contrastées pour 2024, le consensus anticipe une baisse de l'inflation et des rendements, ainsi que des taux directeurs des banques centrales et un raidissement de la courbe des taux, un repli du dollar américain et un léger recul des actions semblent être attendus - scénario Boucle d'or (Goldilocks).

1. Macroéconomie : Avant l'aube

Après avoir fait preuve de résilience en 2023, l'économie mondiale devrait ralentir début 2024. La zone euro flirte déjà avec une légère récession ; les conséquences marquées du choc énergétique et l'imminence d'un resserrement budgétaire maintiennent des perspectives de stagnation. Les États-Unis, progressivement privés de l'épargne excédentaire et des largesses budgétaires, devraient (enfin) subir le contrecoup de la hausse des taux d'intérêt. La reprise timide en Chine a peu de chances de relancer l'économie mondiale. Cependant, nous pensons que les perspectives mondiales se stabiliseront d'ici le milieu de l'année, soutenues par le ralentissement du niveau des stocks mondiaux ainsi que par la résilience relative du marché du travail et des revenus réels. La dissipation des inquiétudes liées à la politique monétaire pourrait permettre à la croissance de progresser dans le courant de l'année.

2. Dans l'attente du pivot

Alors qu'un assouplissement de la tension sur les prix semble se confirmer, les taux des principales banques centrales ont atteint des sommets. Ces derniers devraient néanmoins se maintenir à des niveaux élevés pendant une grande partie de 2024. Il est peu probable que les taux d'inflation sous-jacente tombent sous la barre des 3 % avant la mi-2024. Les banques centrales se garderont d'annoncer une victoire prématurée sur l'inflation.

Les investisseurs devraient-ils pour autant prendre les devants ?

Fait inquiétant, l'assouplissement des conditions financières qui en résulterait ne ferait que retarder ces baisses de taux directeurs. Cela aboutirait à un mécanisme d'auto-corrrection qui pourrait finalement réduire la volatilité des taux au premier semestre 2024. Les premières baisses de taux aux États-Unis et dans la zone euro ne devraient pas intervenir avant juin, selon nous. La Banque du Japon (BoJ) devrait prendre le contre-pied de la tendance mondiale à l'assouplissement monétaire en procédant à un premier relèvement de taux, probablement au deuxième semestre.

3. Géopolitique : l'inconnu connu

Depuis l'invasion de l'Irak en 2003 jusqu'au début de 2022, le monde a connu une vingtaine d'années de stabilité remarquable. Ce n'est plus le cas. La guerre en Ukraine et l'attaque terroriste contre Israël ont peut-être marqué le début d'une ère plus volatile et la transition du monde vers un nouvel ordre multipolaire.

Parmi les risques en 2024, l'OPEP+ pourrait rationner davantage la production

de pétrole pour faire grimper les prix, érodant encore davantage le soutien aux partis traditionnels et aux politiques climatiques à l'approche des élections européennes (juin) et américaines (novembre). Les tensions entre la Chine et les États-Unis pourraient s'intensifier au cours de la campagne électorale américaine et s'aggraver en cas de victoire de Donald Trump. Du côté positif, les dirigeants sortants pourraient s'orienter vers la stabilité mondiale et la désescalade. Toute avancée diplomatique en Ukraine serait une bonne surprise pour les marchés européens.

4. Les tendances structurelles au premier plan

Bien que les changements structurels, tels que la démographie, n'aient qu'un impact progressif sur les tendances financières, plusieurs forces apparaissent.

1. L'accélération du changement climatique (anomalies de température record) devrait faire peser une charge croissante sur les finances publiques, avoir un impact négatif sur le mix croissance-inflation et confronter les assureurs face à de nouveaux défis. Si les élections constituent une menace pour les valeurs des énergies renouvelables, la baisse des taux d'intérêt devrait les soutenir.
2. La démondialisation est sans doute exagérée, mais le friendshoring (délocalisation vers des pays « amis ») et la réduction des risques sont deux tendances bien réelles. L'érosion de la compétitivité de l'Europe reste préoccupante.
3. L'Intelligence Artificielle a beau venir à la rescousse d'une productivité défailante, ses effets seront progressifs et ne seront visibles qu'au cours des prochaines années.
4. La hausse des rendements réels, conjuguée à la faible croissance du PIB réel, constitue une combinaison défavorable pour la viabilité de la dette souveraine. Pire encore, les besoins en matière de climat et de dépenses militaires font courir un risque extrême plus important à la zone euro, compte tenu de l'absence d'union fiscale.

Dans l'ensemble, nous convenons que les rendements obligataires termineront 2024 au-dessous des taux actuels, mais nous pensons que le risque baissier sera limité (en particulier au premier semestre 2024) compte tenu de l'offre, du positionnement des investisseurs, de la lente désinflation et des tendances de certaines banques centrales (assouplissement quantitatif, revirement de la BoJ). Nous ne voyons pas l'intérêt d'anticiper les baisses de taux et de repondérer agressivement les actifs risqués (actions, High Yield, valeurs cycliques, etc.), compte tenu des prix actuels, des risques économiques et de la réticence des banques centrales à assouplir les conditions financières trop rapidement.

Du côté positif, la volatilité des taux devrait fortement diminuer par rapport à ses niveaux encore élevés, et nous pensons que le crédit Investment Grade bénéficiera de conditions fondamentales et techniques. Les secteurs fortement endettés restent exposés à une réaction différée aux relèvements marqués des taux pour 2022-23. La géopolitique est un facteur aléatoire, mais les risques sont à double tranchant.

OBLIGATIONS



CRÉDIT ET OBLIGATIONS D'ÉTAT EUROPÉENS

La duration et le crédit européen Investment Grade peuvent optimiser les rendements en 2024

Alors que l'inflation devrait poursuivre sa tendance à la baisse et que les banques centrales pourraient adopter une position plus accommodante, nous pensons que l'environnement est propice à la prospérité des emprunts d'État européens en 2024.

Le mouvement de baisse de l'inflation est une évolution positive. À mesure que les pressions sur les prix s'atténuent, les banques centrales devraient commencer à relâcher leur tendance au resserrement, ce qui pourrait conduire à des baisses de taux vers la mi-2024. Bien qu'il soit probable que le discours des prochaines semaines reste prudent, soulignant la nécessité d'assurer un ancrage solide des prévisions, la tendance sous-jacente suggère un changement vers une position politique plus conciliante.

Après le mouvement de baisse observé ces dernières semaines, les taux de la zone euro, devraient rester dans une fourchette basse pendant encore quelques mois, dans l'attente d'une confirmation du scénario macroéconomique. La croissance étant probablement à son plus bas niveau, une reprise est attendue au second semestre 2024, ce qui devrait bénéficier au crédit européen.

L'inversion actuelle de la courbe des taux de la zone euro reflète les attentes du marché quant à de futures baisses de taux. Lorsque la banque centrale fera part de son intention d'assouplir sa politique, la courbe des taux devrait se raidir, avec un élargissement du spread entre les obligations à 2 et

10 ans de la zone euro et une surperformance probable des obligations à moyen et court terme.

Compte tenu des perspectives favorables, nous pensons que les investisseurs devraient exploiter les taux d'intérêt élevés actuels pour optimiser les rendements. Nous continuons à considérer les BTP italiens comme un bon moyen de maximiser les rendements en 2024, en visant des rendements d'environ 4 %. Dans le même temps, l'ajout de duration serait une stratégie de diversification utile dans le cas d'un environnement sans risque ou d'une volatilité accrue.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises européennes, il existe de bonnes opportunités d'accumuler du portage et des rendements excédentaires uniquement avec des instruments de très bonne qualité et bien notés, en particulier des sociétés financières solides et des conglomérats industriels dont les activités sont moins corrélées au cycle économique. Nous pensons que les échéances de 1 à 5 ans offrent le meilleur rapport rendement/risque, mais en cours d'année, il peut être judicieux d'allonger la durée des spreads pour rester en territoire sûr.

Les risques liés à cette stratégie sont le coût plus élevé de la dette ou les situations de détresse inattendues des entreprises qui ne peuvent pas facilement refinancer leur dette par les canaux d'emprunt habituels.



MAURO VALLE

Responsable Gestion Obligataire,
Generali Asset Management

SOLUTIONS OBLIGATAIRES LDI

Constructifs sur les taux et les émetteurs Investment Grade

Les marchés financiers clôturent l'année sur une tendance globalement optimiste, les contrats à terme sur les taux anticipant déjà une première réduction de la part de la BCE et de la Réserve fédérale, respectivement dès avril et mai 2024. Ces anticipations nous semblent quelque peu optimistes et nous préférons rester tactiquement prudents compte tenu des volumes d'émission surprenants des obligations d'État des pays européens attendus au premier semestre. À moyen terme, nous pensons que les risques sont davantage orientés vers une baisse des taux dans un contexte macroéconomique qui se dégrade mais n'entraîne pas de récession brutale. En l'absence d'un krach financier à l'horizon, nous continuons d'anticiper une pentification haussière des courbes des taux souverains, les spreads restant proches des niveaux actuels. D'une part, le rendement du BTP italien devrait bénéficier d'une baisse des taux sans risque, mais, d'autre part, les volumes importants d'émissions italiennes devraient avoir un impact négatif.

Sur le marché du crédit, nous terminons l'année sur des rendements totaux très positifs, grâce à l'effet combiné du léger resserrement des spreads, du portage et de taux plus bas.

Nous sommes globalement optimistes pour 2024, en particulier pour les titres Investment Grade, la partie la plus sûre du marché du crédit, dans laquelle la détérioration des fondamentaux devrait être limitée. Notre opinion s'appuie sur les conditions macroéconomiques (baisse des taux

impulsées par les banques centrales et un atterrissage en douceur) et sur des facteurs techniques favorables. L'offre devrait être suffisamment maîtrisée et les flux vers la classe d'actifs devraient être positifs, en particulier au premier trimestre, les investisseurs étant prêts à investir davantage de liquidités.

La sélection des secteurs sera déterminante. Nous apprécions particulièrement les services aux collectivités et les autres secteurs qui sont corrélés positivement avec les taux.

Nous apprécions également les valeurs bancaires et financières en général qui, grâce à des bilans solides et des valorisations encore attractives, devraient traverser l'année 2024 sans impact sur leurs fonds propres.

Cependant, des risques extrêmes sont toujours présents (récession/atterrissage brutal, inflation élevée), en particulier pour les segments du crédit les plus risqués. Nous recommandons par conséquent une approche plus prudente vis-à-vis des émetteurs de qualité spéculative, avec un point d'interrogation majeur sur les besoins de refinancement des entreprises fortement exposées à la dynamique cyclique, dont le coût de la dette augmentera de plusieurs points de pourcentage.

En résumé, nous cherchons à rester constructifs mais prudents sur les obligations Investment Grade.



SEBASTIANO CHIODINO

Responsable Gestion Obligataire,
Generali Asset Management

OBLIGATIONS INTERNATIONALES SANS CONTRAINTES

Explorer le monde à la recherche d'opportunités sous-évaluées

La normalisation des taux d'intérêt et une inflation plus résiliente que prévu ont rendu l'investissement dans les obligations plus compétitif que l'investissement dans les actions pour la première fois depuis 15 ans.

Alors que nous approchons de la fin du cycle de taux, le risque de refinancement pourrait devenir un sujet de préoccupation, en particulier face à l'accroissement des émissions et des dettes arrivant à échéance. Une recherche crédit rigoureuse et la liberté d'investir dans l'univers obligataire sont essentielles, en sélectionnant des secteurs et des obligations qui offrent de la résilience dans un paysage économique en mutation.

En ce qui concerne la durée, nous privilégions la partie courte de la courbe, en privilégiant la durée des spreads de 3 à 5 ans, en raison du potentiel d'élargissement des spreads sur les segments les plus étroits du marché du crédit. Nous nous concentrons sur l'optimisation du couple rendement/risque en décelant des opportunités sous-évaluées dans le segment du crédit de très bonne qualité d'émetteurs dotés de fondamentaux solides et d'un faible endettement.

En termes de secteurs et de thèmes, nous identifions diverses opportunités parmi les obligations d'entreprise, dans des secteurs en pleine reprise ou sur des titres et des secteurs sous-valorisés. Le secteur du pétrole et du gaz est particulièrement robuste, caractérisé par de solides flux de trésorerie et des bilans solides.

Les instruments hybrides pétroliers et gaziers offrent des rendements beaucoup plus élevés que la dette senior et

sont généralement remboursables à la première date de remboursement anticipé.

La dette des entreprises européennes reste une source abondante d'émetteurs présentant une solvabilité élevée et des bilans de qualité assortis d'un endettement modéré. Nous privilégions le crédit crossover, à cheval entre l'Investment Grade et le High Yield. Nous investissons le long de la structure du capital en achetant de manière sélective de la dette subordonnée d'émetteurs Investment Grade, en particulier dans les secteurs des télécommunications et de l'énergie, qui présentent de solides profils de génération de trésorerie.

Les secteurs confrontés à des difficultés offrent une multitude d'opportunités sous-évaluées aux investisseurs capables d'effectuer une analyse crédit solide. Le secteur aérien en plein redressement, offre par exemple des rendements démesurés, avec des titres senior garantis adossés à des actifs d'une valeur plusieurs fois supérieure à la dette émise. Plusieurs compagnies aériennes ont restructuré leur dette et amélioré leur bilan, notamment certains émetteurs européens qui se rapprochent du statut Investment Grade.

L'immobilier a également été confronté à des difficultés, en particulier dans le segment des bureaux ; néanmoins, la logistique s'est imposée comme un sous-secteur résilient. L'assurance est un autre secteur où les émetteurs européens de l'assurance sont solides et offrent des instruments Investment Grade avec des rendements plus élevés que prévu, en raison de leur association avec un secteur en perte de vitesse.



MAURO RATTO

Co-Fondateur et Co-Chief
Investment Officer,
Plenisfer Investments

CRÉDIT RESPONSABLE

Les marchés du crédit responsable moins efficaces regorgent d'opportunités

Les marchés obligataires ont fait leur grand retour en 2023, les taux d'intérêt réels étant enfin revenus en territoire positif, ce qui signifie que les investisseurs peuvent obtenir des rendements supérieurs à la baisse de leur pouvoir d'achat due à l'inflation.

Cela intervient à un moment où les fondamentaux des entreprises demeurent étonnamment résilients dans un contexte d'inflation élevée. Selon nous, les taux de défaut devraient donc rester relativement bas.

Les marchés du crédit, en particulier les obligations Investment Grade, offrent des rendements attractifs, tandis que les spreads de crédit affichent un rapport rendement/risque intéressant. Les taux d'intérêt devraient rester « plus élevés pendant plus longtemps » et nous ne voyons pas d'inconvénient à assumer un peu plus de risque de taux d'intérêt en augmentant la durée de nos portefeuilles. Cela s'accompagnera d'une réduction du risque de crédit et d'un recentrage en faveur des obligations Investment Grade (principalement BBB).

De plus, nous assistons à une augmentation des émissions d'obligations liées au développement durable (SLB), ce qui montre que l'engagement des entreprises en matière d'ESG s'améliore. Toutefois, cette tendance s'accompagne d'éventuels problèmes de « greenwashing » qui doivent

être identifiés par le biais d'une analyse rigoureuse de la durabilité.

Si l'intégration ESG est plébiscitée par les investisseurs en actions, elle reste moins avancée dans l'analyse crédit, ce qui signifie que les marchés sont potentiellement moins efficaces et offrent des opportunités de rendement supplémentaires qui peuvent être exploitées.

Pour 2024, nous anticipons des valorisations attractives pour les entreprises qui proposent des solutions écologiques, car elles bénéficieront des mesures de soutien public mises en œuvre par la loi « Net-Zero Industry Act » au sein de l'Union européenne ou la loi « Inflation Reduction Act » aux États-Unis. Les secteurs tels que les services aux collectivités ou l'industrie devraient notamment bénéficier de ce soutien.

En revanche, les secteurs qui auront des besoins de refinancement importants dans les années à venir, comme l'immobilier, pourraient demeurer sous pression.

Globalement, les marchés obligataires n'ont pas été aussi attractifs depuis plus de dix ans et nous pensons que la demande pour cette classe d'actifs devrait continuer de progresser tout au long de 2024.



**STANISLAS
DE BAILENCOURT**

Responsable de la Gestion
Obligataire et de l'Allocation
d'Actifs,
Sycomore AM

**SIMON THORP**CIO Gestion obligataire,
Aperture**CRÉDIT CORPORATE GLOBAL LONG-SHORT****Les changements à venir pourraient constituer une source importante d'opportunités pour le crédit long-short**

Les derniers mois ont été marqués par une baisse notable de l'inflation dans de nombreuses régions du monde, conjuguée à une certaine diminution des pénuries de main-d'œuvre. Les marchés anticipent désormais une baisse des taux américains vers la mi-2024. Si ce scénario s'avère correct et à moins d'un effondrement brutal de la croissance, nous devrions nous orienter vers un scénario « boucle d'or », dans le cadre duquel les conditions s'aligneront pour créer un marché des obligations d'entreprise idéal.

La nuance ici réside dans le fait que toute baisse marquée de l'inflation ou hausse du chômage risque, selon nous, de faire basculer rapidement la tendance du marché vers la récession et donner lieu à une correction ultérieure des actifs risqués.

Bien qu'il subsiste une myriade d'incertitudes sur les marchés du crédit, la dispersion des spreads est saine. Le calendrier chargé d'échéances qui se profile à l'horizon dans les secteurs du High Yield et des prêts à effet de levier et qui s'étendra de 2024 à 2026, devrait accroître cette dispersion à l'avenir. Le coût du capital a grimpé à des niveaux qui pourraient poser des problèmes, en particulier pour les entreprises présentant des indicateurs de crédit plus faibles. Nous devrions assister à un tournant au niveau des émetteurs que le marché est prêt à refinancer ou non, ce qui pourrait offrir une source riche d'opportunités de crédit long et short en 2024.

À mesure que le paysage évolue, certains secteurs devraient

connaître des changements. Les secteurs pro-cycliques tels que la chimie, les matériaux de construction, la distribution et l'automobile seront probablement confrontés à des difficultés. À l'inverse, les secteurs traditionnellement défensifs en période de baisse des marchés, notamment la finance, l'énergie, la technologie, les médias, les télécommunications, les jeux et la santé, peuvent offrir des opportunités d'alpha convexes.

En cas de détérioration des conditions macroéconomiques - ce qui pourrait avoir un impact sur les chiffres d'affaires des entreprises - la liquidité pourrait à la fois se tarir et devenir très sélective. Les taux de défaut sont déjà en hausse, notamment aux États-Unis (près de 5 %, contre moins de 2 % observés en 2022). Les spreads de crédit commencent à peine à intégrer cette dynamique évolutive. Les premières défaillances sur le marché se manifestent généralement 18 à 24 mois après le premier relèvement de taux, ce qui offre aux investisseurs un temps précieux pour surveiller et ajuster leurs stratégies en conséquence.

Alors que les banques centrales ne sont sans doute pas en mesure de venir à la rescousse des marchés par le biais de nouvelles mesures de relance (étant donné que le ratio actuel dette souveraine/PIB est déjà trop élevé), les obstacles attendus en 2023 risquent de se manifester en 2024. Dans un monde de plus en plus complexe et imprévisible, nous considérons que les investisseurs peuvent bénéficier de stratégies flexibles, capables d'évoluer rapidement au gré des événements.

DETTE MARCHÉS ÉMERGENTS**Dette des marchés émergents : la lumière au bout du tunnel¹**

Nous faisons preuve d'un optimisme prudent pour 2024. Les États-Unis semblent sur le point de mettre fin à leur cycle d'augmentation des taux d'intérêt, leur économie marquant une pause. En règle générale, les revirements de marché précèdent les baisses de taux, et les derniers mois ont montré un retournement des tendances du marché. Un rallye du risque à la fin de 2023 a contribué à propulser la plupart des indices de devises fortes des pays émergents pour qu'ils terminent potentiellement l'année en territoire positif, avec environ 4 % d'avance sur l'indice obligataire global des États-Unis.

Pour 2024, la perspective de baisses synchronisées dans plusieurs pays émergents pourrait offrir de nombreuses opportunités dans toutes les classes d'actifs des pays émergents, y compris les obligations d'entreprise, les taux locaux et les devises. Certains pays émergents bénéficient également du "friendshoring" ou de la diversification par rapport à la Chine, ce qui pourrait également stimuler une dynamique positive dans certains pays. Le Mexique, par exemple, a attiré plus de 50 milliards de dollars d'investissements directs étrangers (IDE) en 2023 (son niveau le plus élevé depuis plusieurs années).

L'Inde attire également davantage d'IDE et devrait enregistrer une croissance de plus de 6,3 % en 2024 selon le FMI, soit son niveau le plus élevé depuis plusieurs années. À ce stade, toute normalisation ou amélioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait également susciter l'optimisme et alimenter la croissance dans les pays émergents. Les récentes rencontres entre le président Biden et le président Xi pourraient même donner un coup de fouet au commerce mondial, qui s'est ralenti au cours de la dernière décennie.

Nous pensons qu'un dollar américain plus faible en 2024 entraînerait de manière générale un renforcement des monnaies des pays émergents et un assouplissement des conditions financières, ce qui pourrait permettre aux entreprises d'emprunter à des taux plus bas et d'amorcer un cycle vertueux de croissance. Les marchés primaires des pays émergents sont effectivement fermés depuis deux ans et la baisse des taux d'intérêt pourrait stimuler de nouveaux emprunts, ce qui serait bénéfique pour la plupart des pays High Yield, en particulier les pays frontaliers dont le PIB est plus faible. Les rendements des pays émergents en dollars américains pour les investisseurs sont, à notre avis, particulièrement attrayants dans l'environnement High Yield. Avec des écarts actuels de 750 points de base au-dessus des rendements du Trésor Américain, les investisseurs sont rémunérés à plus de 125 points de base au-dessus des moyennes sur 10 ans.

Il y a également plus d'obligations en dollars US qui se négocient en dessous du niveau de la valeur nominale et à des niveaux inférieurs (en dessous de 70 cents), ce qui, selon nous, offre des opportunités supplémentaires de profits en 2024, y compris des opportunités liées aux restructurations de la dette souveraine et de la dette d'entreprise.

La décennie a été difficile pour les actifs des pays émergents, les deux dernières années ayant été parmi les plus difficiles et les plus volatiles du 21^e siècle. Il semble que le pire soit derrière nous, ouvrant, espérons-le, une nouvelle période de rendements positifs pour l'Afrique, l'Asie, le Moyen-Orient, l'Amérique latine et l'Europe de l'Est.

**PETER MARBER**CIO Marchés Émergents,
Aperture

1. Source pour toutes les données: Bloomberg, au 27 novembre 2023

ACTIONS



infranity
Invest. Impact.



sosteneo
Infrastructure Partners



DAVID RAINVILLE
Gérant, Technologies
Globales,
Sycomore AM

ACTIONS THÉMATIQUES RESPONSABLES

La technologie, un thème central

Les fondamentaux de la demande dans le secteur de la technologie demeurent relativement résilients malgré l'évolution considérable de l'environnement de taux d'intérêt. Cette dynamique a surpris la plupart des investisseurs et, combinée à des points d'entrée intéressants en 2022, elle a contribué à un net rebond au premier semestre 2023. La généralisation de la technologie ChatGPT, autre catalyseur de ce rebond, a permis aux entreprises d'investir massivement dans l'IA générative. La prochaine vague d'investissements dans l'IA pourrait être selon nous une mégatendance, celle qui aura le plus d'impact pour le secteur technologique.

Pour envisager un avenir fondé sur l'IA, nous pensons que les infrastructures numériques au niveau mondial et les besoins en cybersécurité devront se moderniser significativement pour être en mesure de gérer et traiter la quantité de données et la puissance de traitement informatique que cette mégatendance créera. L'ampleur des investissements nécessaires est sans précédent, avec un impact sur les prévisions de revenus d'entreprises comme Nvidia de plus de 45 milliards de dollars pour l'année prochaine (passant d'environ 36 milliards de dollars à près de 81 milliards de dollars aujourd'hui).

En 2024, nous pensons que les entreprises spécialisées dans la « deep tech », les infrastructures numériques modernes et la cybersécurité devraient bénéficier largement de cette modernisation. Non seulement cela a, selon nous, déjà commencé en 2023, et nous considérons aussi qu'il s'agit d'une vague d'investissements de plus

de mille milliards de dollars sur plusieurs années, dont les investisseurs avisés dans le secteur de la technologie pourront tirer profit. En dehors de ces investissements spécifiques liés à l'IA, les tendances relatives aux dépenses technologiques commencent à se redresser après 18 mois difficiles de normalisation et de rationalisation des budgets informatiques qui ont suivi la forte hausse des dépenses informatiques pendant la pandémie. En effet, ces derniers mois, les livraisons de serveurs ont atteint un point bas, les dépenses en PC se sont redressées, les prix des cartes mémoire ont progressé et les commandes de logiciels se sont stabilisées.

En tant qu'investisseur responsable de long terme, nous privilégions les entreprises qui devraient bénéficier des tendances à moyen et long terme et des mégatendances qui proposent également des solutions technologiques ayant un impact positif sur notre monde, qu'il soit d'ordre environnemental ou social. Par exemple, les meditech et edtech sont des thèmes qui devraient avoir un impact positif sur notre société dans les domaines de l'éducation et de la santé. Plus généralement, nous pensons que les entreprises qui intègrent les technologies durables dans leurs modèles économiques sont susceptibles de bénéficier encore davantage de ces tendances. Nous recherchons des entreprises qui s'efforcent de réduire les externalités négatives, car celles-ci peuvent entraîner des coûts et des risques imprévus susceptibles d'avoir un impact significatif sur les performances futures.

ACTIONS EUROPÉENNES FORTE CONVICTION

L'IA générative, les logiciels de gestion de la longévité et les véhicules électriques définis sont en croissance

L'intelligence artificielle (IA) devrait poursuivre sa trajectoire de croissance rapide en 2024, portée par une intégration renforcée dans divers secteurs et technologies.

L'IA générative, qui utilise les réseaux neuronaux pour créer de nouveaux contenus, tels que des images, du texte et de la musique, devrait progresser de manière significative en 2024. Cette technologie offre un énorme potentiel pour des applications dans les domaines du marketing, du design et du loisir.

Pendant ce temps la tendance de l'allongement de la durée de vie par des dispositifs alimentés par l'IA gagne du terrain. La recherche sur le vieillissement et la longévité devrait progresser en 2024, ce qui pourrait conduire à des avancées dans les secteurs de la santé et de la pharmacie. Les logiciels axés sur la longévité, c'est-à-dire les outils logiciels pilotés par l'IA qui aident les individus à suivre et à gérer leurs données de santé, en leur fournissant des recommandations personnalisées en matière de régime alimentaire, d'exercice physique et de modification du mode de vie, devraient être plus largement adoptés en 2024.

Enfin, le concept de « véhicules électriques définis », dans lesquels la batterie est séparée du véhicule lui-même, suscite de plus en plus d'intérêt en tant que solution possible pour répondre à la question de l'autonomie mais soulève la crainte que la charge de batterie d'un véhicule électrique soit insuffisante pour lui permettre d'atteindre sa destination,

laissant ses occupants en détresse. Nous pensons que cette technologie pourrait connaître des avancées significatives en 2024.

De plus, les fabricants d'unités de traitement graphique (GPU), indispensables à la formation des modèles d'IA, devraient poursuivre leur trajectoire de croissance à mesure que l'adoption de l'IA s'accélère. Les prestataires de services Cloud devraient également bénéficier de la demande croissante de solutions d'IA basées sur le Cloud. Les entreprises qui investissent massivement dans la Recherche & Développement dans l'IA, en particulier dans des domaines tels que le traitement du langage naturel et l'apprentissage automatique, devraient être bien placées pour bénéficier des innovations impulsées par l'IA. Enfin, nous pensons que l'Europe, en tant que région de production, recèle de nombreuses pépites dans différents secteurs voués à bénéficier des innovations portées par l'IA.

La réglementation est encore en train de rattraper son retard et pourrait avoir un impact sur l'adoption et le déploiement, tandis que les impacts sociétaux potentiels de l'IA, tels que les suppressions d'emplois et les préoccupations liées à la confidentialité des données, doivent être soigneusement évalués afin de garantir des pratiques d'investissement responsable. Bien qu'il soit essentiel d'examiner attentivement les risques associés, nous pensons que la trajectoire de croissance à long terme de l'IA en fait une perspective d'investissement essentielle pour 2024 et bien au-delà.



ANIS LALHOUL
CIO Gestion Actions,
Aperture

SOLUTIONS ACTIONS LDI

A la recherche du rendement en Europe, de l'exploration l'IA aux États-Unis et du maintien des marges

**LUCA FINA**

Responsable de la Gestion
Actions,
Generali Asset Management

En 2024, nous prévoyons que l'Europe sera la zone géographique qui distribuera le plus de liquidités aux actionnaires, en tenant compte à la fois des dividendes et des rachats.

Les dividendes devraient augmenter d'environ 6,5%, presque en ligne avec les bénéfices, tandis que les rachats devraient rester à un niveau record d'environ 2%, grâce à des bilans solides, des flux de trésorerie importants et de faibles valorisations, ce qui devrait permettre d'obtenir un rendement global de plus de 5,6%. Dans la période post-Covid, le pourcentage d'entreprises et de secteurs qui ont acheté leurs "propres actions" a augmenté de manière significative, portant les rachats à plus d'un tiers de la distribution totale de flux de trésorerie, un déploiement de liquidités bien accueilli par les investisseurs.

Bien que les banques et l'énergie restent en tête des rachats prévus en 2024, les entreprises appartenant à des secteurs plus défensifs tels que les télécommunications et la consommation de base représenteront également une part du total.

Nous nous attendons également à ce que l'intelligence artificielle reste un thème à long terme en 2024. Bien que la performance des actions liées à l'IA ait été impressionnante en 2023 et que les valorisations ne soient pas bon marché dans un contexte historique et relatif, la croissance des bénéfices est prête à être constamment plus élevée que le reste du marché dans les années à venir, avec une sensibilité potentiellement moindre au cycle macroéconomique.

Nous pensons qu'au cours des mois et des années à venir, nous assisterons à une accélération de l'innovation et de l'adoption de l'IA, à mesure que de multiples technologies émergeront en même temps. En outre, nous nous attendons à trouver des opportunités non seulement dans le secteur technologique, mais aussi dans les secteurs des services à forte intensité de connaissances et dans les entreprises manufacturières qui peuvent améliorer leur efficacité grâce à l'adoption de l'IA.

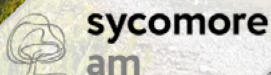
Enfin, après environ un an et demi de levier opérationnel négatif, le troisième trimestre 2023 s'est avéré résilient en ce qui concerne les marges, et les investisseurs et analystes s'attendent à une amélioration ou au moins à une stabilité en 2024, selon les différentes zones géographiques.

Au niveau global, la plupart des entreprises continuent d'enregistrer des bénéfices nettement supérieurs en termes de marges nettes par rapport aux niveaux antérieurs à la crise de la Covid. Étant donné que le recul de l'inflation et l'affaiblissement de la demande des consommateurs pourraient limiter la capacité à répercuter les hausses de prix sur les clients, il sera important de se concentrer sur les secteurs et surtout sur les entreprises dotées de modèles solides, d'un pouvoir de fixation des prix important et d'une grande flexibilité des coûts afin de mieux défendre la rentabilité élevée actuelle.

MULTI ACTIFS



infranity
Invest. Impact.



sosteneo
Infrastructure Partners

MULTI-ACTIFS GLOBAL

Le retour de la décorrélation

L'année prochaine devrait constituer un tournant qui impliquera un changement de stratégie d'investissement. Pour les investisseurs multi-actifs, un paramètre fondamental pourrait être de nouveau prépondérant : la décorrélation entre les classes d'actifs qui est à la base de la règle absolue de la diversification.

La forte hausse de l'inflation a ramené la corrélation entre les actions et les obligations en territoire positif, tandis qu'un retour à des niveaux d'inflation plus « normaux » devrait inciter les investisseurs à se concentrer sur la croissance économique pour déterminer l'équilibre des prix. Si la croissance est atone et l'inflation suffisamment faible, la croissance redeviendra la principale préoccupation des investisseurs et la décorrélation entre les actions et les obligations reviendra sur le devant de la scène. En effet, nous prévoyons que les taux d'intérêt élevés et les conditions financières difficiles devraient finir par pénaliser les consommateurs dans leurs projets de financement, nous pensons que la croissance devrait ralentir en 2024, ce qui modifiera les corrélations entre les classes d'actifs.

De plus, nous pensons que la progression des rendements sera positive pour les stratégies multi-actifs, qui ont bénéficié d'un portage élevé cette année et cette tendance devrait, selon nous, se poursuivre en 2024. Ces stratégies devraient également bénéficier de la hausse des prix dans le segment obligataire.

La réaction du marché actions dépendra de la résilience

de la croissance économique. Si l'inflation ralentit alors que l'activité économique est faible mais positive, nous reviendrons à un scénario « boucle d'or », ce qui est positif pour les actions. Cependant si le ralentissement est plus marqué que l'atterrissage en douceur actuellement intégré dans les prix, les actions pourraient chuter malgré la baisse des taux d'intérêt. Cela illustre à quel point 2024 pourrait être incertaine, car la tendance dépendra de données difficiles à prévoir à la fois sur les prix et sur l'activité.

Nous estimons par conséquent que les stratégies multi-actifs peuvent avoir un rôle déterminant pour les investisseurs dans cet environnement. Les incertitudes sont importantes et le scénario économique peut changer radicalement en fonction des variables macroéconomiques (qu'il s'agisse des prix ou de l'activité). Une allocation passive est ainsi peu susceptible de répondre à la nécessité de s'adapter à des scénarios très différents. Une allocation réactive et flexible sera essentielle.

Les stratégies multi-actifs peuvent également apporter une valeur ajoutée significative grâce à leur capacité à utiliser des instruments financiers sophistiqués pour mieux s'adapter aux évolutions du marché à travers un très large éventail de classes d'actifs. Le recours à des mécanismes basés sur des options contribuera à apporter de la flexibilité, tandis que les sources de portage peuvent être diversifiées via différentes classes d'actifs telles que la volatilité des obligations, les matières premières et les dividendes des actions.



CEDRIC BARON

Responsable des Stratégies
Multi Actifs,
Generali Asset Management

MULTI-STRATÉGIES GLOBALES SANS CONTRAINTE

Pourquoi l'opportunité qu'offre la transition énergétique nécessite une approche multi-stratégies

Le monde de l'investissement est à la croisée des chemins dans un contexte d'annonce de taux durablement élevés de la part des banques centrales et d'un retour de l'inflation. La reprise de la dynamique entre les différentes classes d'actifs modifie les hypothèses d'allocation en actions de la dernière décennie, en favorisant les entreprises qui génèrent des flux de trésorerie pour les dividendes par rapport à celles qui recourent aux rachats d'actions.

Ce nouveau paradigme explique pourquoi nous mettons en œuvre nos idées d'investissement en utilisant une approche à cinq stratégies, plutôt qu'une allocation d'actifs traditionnelle top-down. Cette approche vise à trouver des opportunités idiosyncrasiques susceptibles de générer des performances spécifiques en termes de rendement total ; nous appelons cette approche multi-stratégies "la nouvelle approche active".

Alors que nous entrons dans une nouvelle ère d'investissement caractérisée par des taux et une inflation plus élevés ainsi que par la démondialisation et la décarbonation, nous pensons qu'il sera primordial de se concentrer sur la croissance financée par les dépenses publiques ou celle générée de manière organique. L'adoption d'une approche axée sur la valeur mettra l'accent sur les dividendes, la génération de flux de trésorerie et des valorisations raisonnables. Dans un monde où les taux d'intérêt sont plus élevés, par exemple, exige une réévaluation des multiples par rapport à un taux de

rendement minimal plus élevé.

La mégatendance de la transition énergétique se distingue particulièrement selon nous, car elle s'appuie sur les entreprises capables d'offrir une croissance pérenne soutenue par les efforts mondiaux en faveur des objectifs climatiques. L'énergie est une question complexe qui doit être abordée de différentes manières, en s'appuyant sur une approche diversifiée. Les matières premières sont essentielles. Bien qu'un ralentissement économique global risque d'avoir un impact sur les matières premières du cycle industriel traditionnel, celles qui sont essentielles aux processus d'électrification, comme le cuivre et l'uranium, devraient rester solides. À plus long terme, elles pourraient également bénéficier d'un potentiel de hausse supplémentaire si l'énergie nucléaire commençait à être mieux acceptée comme une des solutions à la décarbonation.

Nous sommes également optimistes à l'égard des marchés émergents, qui bénéficient d'une stabilisation de la croissance mondiale. Toutefois, une analyse minutieuse de la stabilité économique et des perspectives de croissance est essentielle. L'Inde continue d'enregistrer une croissance rapide par exemple, tandis que la croissance chinoise commence à se normaliser. L'Asie du Sud-Est et l'Amérique latine nous semblent particulièrement intéressantes compte-tenu de leur exposition aux matières premières, qui, comme nous l'avons mentionné, sont essentielles au thème de la transition énergétique.



MAURO RATTO

Co-Fondateur and Co-
Chief Investment Officer,
Plenisfer Investments

STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES



infranity
Invest. Impact.



sosteneo
Infrastructure Partners



ALEXANDER SCHOENFELDT
Responsable des Investissements,
Lumyna

STRATÉGIES ALTERNATIVES LIQUIDES UCITS

Des perspectives de rendements intéressantes pour les hedge funds multi-stratégies diversifiés en 2024

La remontée progressive des taux d'intérêt, qui a débuté en 2022, a incité les gérants des stratégies alternatives à réévaluer leurs portefeuilles, en tenant compte du nouveau taux directeur « sans risque » auquel tous les investissements sont indexés. Dans un régime où le taux actuel de refinancement de la BCE est de 4,5 %, les investisseurs attendent un meilleur rendement de leurs placements par rapport à leurs liquidités tout en souhaitant aussi se protéger contre la volatilité qu'un portefeuille classique 60/40 actions/obligations a connu en 2022.

Les actifs alternatifs offrent des perspectives de diversifications intéressantes par rapport à un portefeuille 60/40 classique, tout en générant un rendement supérieur au taux directeur. En effet, les hedge funds mettent principalement en place des stratégies de couverture par rapport au marché qui sont soit importantes, soit neutres, ce qui offre aux investisseurs un rendement « alpha » supérieur aux taux directeurs en vigueur, de sorte que les perspectives de rendements futurs ont progressé à mesure que les taux directeurs ont augmenté. Les prévisions de marché aux États-Unis et en Europe suggèrent aujourd'hui que le resserrement des taux des banques centrales est en grande partie derrière nous. Comme cette pression macroéconomique s'atténue, les gérants d'actifs devraient pouvoir générer de l'alpha car les données économiques redeviendront le principal moteur des rendements. Cette évolution devrait soutenir la génération de rendement des hedge funds à compter de 2024.

Pour de nombreux investisseurs, le défi est de savoir comment accéder aux fonds les plus attractifs et quelle est la meilleure allocation pour diversifier leurs portefeuilles et maximiser leurs rendements. Les actifs alternatifs regroupent un large éventail de stratégies sous-jacentes complexes et perfectionnées, qui ont leurs propres cycles idiosyncrasiques et leurs phases de sur- et sous-performance.

Chez Lumyna, nous travaillons en partenariat avec des gérants alternatifs de premier plan qui présentent un historique de rendement attractif sur plusieurs cycles et dans des environnements différents. Selon nous, les fonds

multi-stratégies diversifiés sont particulièrement adaptés au contexte actuel, car ils offrent une diversification liée à de multiples sources de rendement, et offre la possibilité d'allouer le portefeuille de manière dynamique sur des stratégies sous-jacentes attractives.

Cette capacité à réallouer le portefeuille en fonction des opportunités est une source supplémentaire d'alpha, qui s'ajoute au rendement des stratégies elles-mêmes. Cela signifie également que l'allocation du portefeuille est déléguée à des experts « sur le terrain » qui sont au plus proche des marchés sous-jacents et qui sont en mesure de faire des allocations sans les coûts et le temps de transaction qui seraient nécessaires à un investisseur pour racheter et réallouer entre des fonds distincts. Les fonds multi-stratégies diversifiés ont aussi pour objectif de maximiser le rendement global et ne sont pas soumis au « risque de compensation » lié aux commissions de performance auxquelles les investisseurs seraient confrontés s'ils investissaient dans plusieurs fonds sous-jacents.

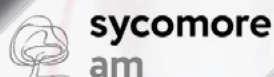
Enfin, ces fonds multi-stratégies diversifiés bénéficient d'un historique pour la gestion de portefeuilles car ils offrent une transparence totale des sous-jacents, ainsi que de données et d'un suivi en temps réel de toutes les positions, ce qui serait presque impossible pour un investisseur qui investirait lui-même dans plusieurs fonds alternatifs.

Pour résumer, les fonds multi-stratégies diversifiés offrent une solution attractive et globale pour investir dans des actifs alternatifs, et ils permettent d'accéder à des rendements ajustés au risque supérieurs et non corrélés aux portefeuilles 60/40 classiques d'une part et aux autres hedge funds d'autre part.

DETTE PRIVÉE



infranity
Invest. Impact.



sosteneo
Infrastructure Partners

**SANDRINE RICHARD**Directrice de la Dette Privée,
Generali Asset Management**DETTE PRIVÉE EUROPÉENNE RESPONSABLE****Une opportunité en or pour la dette privée européenne**

La remontée inexorable des taux d'intérêt amorcée en 2022 a suscité un intérêt accru des investisseurs pour les stratégies alternatives. En outre, la prime d'illiquidité inhérente et la baisse de la volatilité font de la dette privée une classe d'actifs de plus en plus précieuse pour l'année 2024. L'évolution de la dynamique dans le secteur européen des PME en particulier, sous l'effet de la baisse des financements bancaires, offre une occasion unique pour la dette privée de combler la pénurie de financement. Parallèlement, la dynamique des levées de fonds, les incertitudes économiques, la transition énergétique et l'intégration de l'IA seront les principaux moteurs des défis et opportunités de l'année à venir.

Premièrement, les changements dans les levées de fonds et la hausse des coûts de la dette jouent un rôle central dans la dynamique des opérations et les stratégies d'acquisition, tandis que la contraction des capitaux disponibles ou « dry powder » affecte à la fois le Private Equity et la dette privée. Les sociétés de Private Equity confrontées à des contraintes de fonds propres se montrent prudentes face à la baisse des prix des actifs, ce qui se traduit par un décalage temporaire entre les prix d'achat et les attentes des nouveaux acheteurs. Dans un environnement difficile pour les levées de fonds, les sociétés de Private Equity explorent des stratégies alternatives, notamment en versant des dividendes aux investisseurs, dans l'attente de nouveaux fonds.

Cependant, ce problème de financement n'est pas complètement une mauvaise nouvelle et crée en fait une multitude d'opportunités pour les stratégies de dette privée de petite taille. En raison de la disponibilité réduite des capitaux, les fonds privés ont de plus en plus tendance à rechercher des opérations de taille plus modeste et à partager des opportunités avec d'autres fonds, ce qui se traduit par une prévalence accrue des financements unitranche, dans le cadre desquels plusieurs prêteurs travaillent ensemble pour fournir un financement complet aux PME.

L'environnement macroéconomique incertain peut également offrir des opportunités de croissance aux entreprises solides, par exemple via l'acquisition de concurrents à un prix inférieur. Et bien que l'inflation et la

hausse des prix de l'énergie pèsent indubitablement sur la rentabilité des entreprises, il existe des aspects positifs pour la dette privée. De nombreuses entreprises réduisent leur endettement pour absorber la hausse des coûts de financement, ce qui minimise le risque de défaut et profite aux investisseurs plus prudents. Pour les investisseurs à la recherche de rendements plus élevés avec un risque d'endettement réduit, la dette à taux variable est particulièrement attractive en 2024, car elle peut atténuer le risque de duration et la volatilité du portefeuille en période de hausse des taux d'intérêt en euros.

En termes de sélection des investissements, la transition énergétique est fondamentale et touche presque toutes les entreprises. Nous nous concentrons sur les entreprises qui peuvent contribuer à ce changement transformationnel ou en tirer profit, que ce soit en tant que clients, fournisseurs ou producteurs, ou dans le cadre de l'écosystème financier.

L'intégration croissante de l'IA dans les entreprises est un autre thème en plein essor. Les entreprises capables de tirer parti de cette avancée technologique bénéficieront de processus et de prises de décision plus rapides. Toutefois, une due diligence rigoureuse axée sur l'ESG est essentielle pour déterminer quelles entreprises sont capables d'intégrer l'IA non seulement avec succès, mais également de manière responsable, en particulier dans le secteur financier.

Enfin, nous continuons de penser que l'Europe, avec ses nombreux moteurs économiques et ses segments sectoriels spécialisés dans chaque pays, représente un marché de croissance unique et une opportunité inégalée de diversification et de sélectivité des portefeuilles.

Pour résumer, la hausse des taux, la diminution de l'endettement et la réduction de la concurrence offrent une opportunité de financement unique. Nous pensons que les acteurs des actifs alternatifs, en particulier dans le domaine de la dette privée, sont appelés à jouer un rôle transformateur en soutenant les petites et moyennes entreprises capables de répondre aux besoins de nos économies et de nos sociétés en rapide mutation pour devenir les grandes entreprises de demain.

IMMOBILIER



infranity
Invest. Impact.



LUMYNZ

sosteneo
Infrastructure Partners

IMMOBILIER EUROPÉEN

La polarisation de plusieurs secteurs de l'immobilier offre des opportunités intéressantes en 2024


NICHOLAS GARATTINI

 Responsable du Développement,
Generali Real Estate

Selon la BCE, le PIB de la zone euro devrait croître de 1 % en 2024, l'inflation se réduisant à 3,2 % et atteignant l'objectif de 2 % en 2025. Cependant, la volatilité et l'incertitude du marché restent très élevées dans un contexte de tensions géopolitiques mondiales. Dans un tel scénario, l'immobilier devrait s'adapter progressivement au nouvel environnement de taux d'intérêt élevés, tout comme il l'a fait en 2023 avec un ralentissement significatif du marché. En 2024, tous les secteurs ne réagiront pas de la même manière, et une forte polarisation est prévue, même dans les secteurs présentant des perspectives positives.

Chez Generali Real Estate, plusieurs secteurs clés nous paraissent attractifs en termes de rendements ajustés au risque pour 2024.

Le premier est le secteur de la logistique, qui devrait bénéficier de la croissance continue du e-commerce et du repli de la construction, entraînant une pénurie d'espaces de première génération et des taux de vacance historiquement bas sur la plupart des marchés européens. Ces tendances génèrent une forte demande locative et une croissance solide des loyers, même supérieure à l'inflation, permettant au secteur de maintenir les niveaux actuels des taux d'intérêt. Les emplacements de qualité justifieront une prime, car les loyers représentent encore une part limitée du compte de résultat des locataires.

Le deuxième secteur est l'hôtellerie. En 2024, l'hôtellerie est positive en Europe. La dynamique des loisirs haut de gamme reste favorable à court et long termes, et conserve ses gains issus de la reprise post-COVID. Par ailleurs, l'Europe est généralement sous-équipée en hôtels haut de gamme (c'est-à-dire gérés par de grandes marques capables d'offrir une qualité élevée avec des économies d'échelle), de sorte qu'il existe d'importantes opportunités de croissance sélective dans les emplacements haut de gamme. Plusieurs nouveaux opérateurs, notamment du Moyen-Orient, cherchent à entrer

sur le marché, en apportant de nouveaux services et plus de capacités. Le secteur hôtelier est en mesure de s'adapter rapidement à l'inflation, car les tarifs des chambres peuvent être modifiés quotidiennement, ce qui rend le secteur plus attractif, malgré une plus grande complexité opérationnelle.

Troisièmement, nous pensons que le marché de la dette immobilière bénéficiera de la hausse des taux d'intérêt en 2024, ce qui devrait augmenter la rentabilité de la classe d'actifs. Bien que de nouvelles hausses de taux ne soient pas à l'ordre du jour, le secteur, en particulier les tranches senior, devrait offrir des rendements attractifs tout au long de l'année 2024, les LTV étant toujours sous contrôle et les rendements totaux pouvant avoisiner 6 % pour les dettes les plus défensives et jusqu'à 9 % pour les prêts à la construction.

Quatrièmement, les bureaux vont continuer de se polariser, en particulier les immeubles durables, bien situés et présentant des actifs de grande qualité, qui attirent la majeure partie de la demande des locataires. Il est intéressant de noter qu'en 2023, le marché des grandes villes comme Londres, Paris, Milan et Madrid atteindra des sommets historiques en termes d'euros au mètre carré pour les actifs « prime ».

Enfin, soulignons également que la durabilité est désormais un élément clé qui peut influencer la prise de décision dans n'importe quel thème d'investissement. Les investisseurs sont de plus en plus sophistiqués et exigent des programmes ESG solides pour comprendre les mesures qu'un gérant d'actifs met effectivement en œuvre pour rendre les actifs durables et pour atteindre zéro émission nette de carbone à long terme.

INFRASTRUCTURE



**PATRICK LIEDTKE**

Chief Client Officer
& Chef économiste,
Infrantry

INFRASTRUCTURE RESPONSABLE

Des conditions optimales pour générer de la performance

Chaque nouvelle année s'inscrit dans le prolongement de la précédente. De nombreux investisseurs ont débuté 2023 avec des expositions importantes à des actifs à revenu fixe qui ont été impacté par la montée rapide de l'inflation et par les relèvements successives des taux des banques centrales. Dans cet environnement complexe, une caractéristique essentielle des investissements dans les infrastructures privées est revenue sur devant de la scène : la résilience dans les contextes de crise

Plusieurs facteurs y contribuent : premièrement, le lien direct ou indirect avec l'inflation permet aux flux de revenus d'augmenter avec l'inflation. Deuxièmement, les spécificités des projets d'infrastructure en matière de services publics et, le fait qu'ils soient souvent, leur statut de monopole ou de quasi-monopole, protègent les flux de trésorerie. Troisièmement, en ce qui concerne la dette d'infrastructure, la majeure partie des flux de transaction porte sur de la dette à taux variable, ce qui permet de protéger les positions des pressions baissières sur les prix lorsque les taux d'intérêt augmentent. Par conséquent, la poche dédiée aux infrastructures du portefeuille global d'un investisseur débutera l'année 2024 dans des conditions idéales pour faire face au nouvel environnement économique.

Pour les actions liées aux infrastructures en particulier, c'est le début d'un nouveau cycle. Les valorisations n'ont pas encore réagi au scénario d'un pic des taux d'intérêt, ce qui offre l'opportunité d'obtenir de meilleures performances et de se positionner en vue d'un potentiel de hausse et ainsi de bénéficier de plus-values, car les taux devraient baisser au fil du temps. Il s'agit d'un très bon point d'entrée pour les investisseurs de long terme. Du côté de la dette, les infrastructures constituent un point solide qui permettra aux portefeuilles d'être protégés contre les chocs externes et la menace persistante d'une plus grande volatilité. Les hausses rapides de taux et les problèmes de liquidité sur les marchés obligataires ont entraîné une hausse des primes d'illiquidité, et 2024 devrait générer un flux important de transactions qui permettra de capter ce surcroît de performance.

Les opportunités de marché dans les domaines de la décarbonation, de la transition énergétique et des infrastructures numériques restent considérables, en partie grâce aux pressions géopolitiques, allant de la relocalisation dans des pays « amis » à l'autonomie énergétique, ainsi

qu'au soutien direct des gouvernements, en particulier en Europe et en Amérique du Nord, qui accélèrent ces transformations. Les énergies renouvelables restent un sujet d'actualité sachant que l'Europe et les États-Unis sont en retard sur leurs objectifs.

L'éolien et le solaire sont clés pour renforcer les installations, mais les efforts pour développer le biogaz, nés du besoin urgent en Europe de réduire la dépendance vis-à-vis de l'étranger, vont eux s'intensifier. La conviction sur le long terme en ce qui concerne la production d'énergie décentralisée, favorisant les systèmes d'autoconsommation, associée à une plus grande intégration au sein des collectivités locales, nécessitera des améliorations significatives des infrastructures.

Les bornes de recharge des véhicules électriques et la mobilité décarbonée continueront d'attirer des financements ; en effet, les opérateurs de bornes de recharge commencent à démontrer un historique de pénétration. En parallèle, le recyclage des batteries de véhicules électriques présente un potentiel très intéressant. Dans le domaine du traitement des déchets, la production d'énergie devrait retenir davantage l'attention compte tenu des ambitions en matière d'énergie et d'économie circulaire.

La construction de centres de données et l'hyperscale (organisation de serveurs à grande échelle) devraient se développer à mesure que la dynamique de l'Intelligence Artificielle s'intensifiera en Amérique du Nord et devrait atteindre l'Europe. Les nouvelles technologies retiendront davantage l'attention, même si les opportunités de croissance à court terme telles que les « giga usines » ou l'hydrogène devront faire leurs preuves sur le long terme.

En résumé, les investissements en actions et en dettes dans les infrastructures abordent une nouvelle année prometteuse en affichant un historique de résilience éprouvé, avec des conditions financières et politiques porteuses sur le long terme et des points d'entrée particulièrement attractifs. À ce niveau, il semble d'ailleurs bien plus facile d'établir des perspectives pour l'année à venir que lorsque nous nous sommes livrés à ce même exercice il y a 12 mois.



IVOR FRISCHKNECHT
Associé Gérant et CIO,
Sosteneo

INFRASTRUCTURE TRANSITION ÉNERGÉTIQUE GREENFIELD

Enjeux de puissance : le plein essor du stockage sur batteries

Le secteur des infrastructures a un rôle important à jouer pour parvenir à zéro émission nette de carbone. Pour atteindre cet objectif, le monde doit se tourner vers le déploiement massif de sources d'énergies renouvelables comme le solaire photovoltaïque et l'éolien, qui sont aujourd'hui la forme la plus rentable de production d'électricité. Toutefois, l'éolien et le solaire ne sont pas toujours disponibles, de sorte que le stockage apparaît comme un catalyseur essentiel de cette transition vers les énergies propres.

Les batteries et le stockage hydroélectrique par pompage sont les seules formes techniquement matures de stockage d'énergie de masse à l'heure actuelle, et les batteries peuvent être installées rapidement et sans susciter autant de controverses que les grands barrages. Pour quelques heures de stockage, elles sont également moins chères. En conséquence, 2023 a connu un afflux record d'ajouts de stockage d'énergie sur batteries à l'échelle mondiale, ouvrant la voie à un taux de croissance annuel composé de +27 % jusqu'en 2030. Cet essor de l'adoption du stockage sur batteries s'explique par les nombreux avantages qu'il offre pour relever les défis posés par l'intégration des énergies renouvelables.

Nous savons tous que lorsqu'il fait sombre ou nuageux, il n'y a pas ou peu d'énergie solaire. De même, la puissance éolienne est limitée en cas de vent faible. Le pire cas de figure est la conjonction de ces deux phénomènes, qui a donné naissance à un nouveau mot en allemand : Dunkelflaute, dont la traduction littérale est « accalmie sombre ». Cette variabilité pose un défi important au réseau, car l'offre peut ne pas correspondre aux tendances de la demande. Les batteries comblent cet écart : elles chargent lorsque l'offre d'énergie est abondante (et bon marché) et se déchargent lorsque la demande d'énergie est élevée (et coûteuse). Ce processus, connu sous le nom de report d'énergie (time-shifting), permet aux propriétaires de batteries de tirer parti de l'arbitrage des prix de l'énergie tout en pérennisant ces sources d'énergie renouvelables variables.

Au-delà du report d'énergie, les batteries offrent une gamme de services de réseau précieux. Leur réponse instantanée permet aux opérateurs de systèmes de maintenir une fréquence et une tension stables, évitant ainsi les surcharges, les pannes et autres problèmes des systèmes. Ces services de puissance des systèmes n'étaient jusqu'à présent fournis qu'en tant que sous-

produit des générateurs rotatifs lourds tels que le charbon, le gaz et l'hydroélectricité. En outre, les batteries peuvent servir d'alternative à l'expansion des réseaux traditionnels, qui peut être à la fois intensive en capital et complexe à exécuter en raison des impacts agricoles et communautaires. En plaçant et en gérant stratégiquement les batteries, nous pouvons également améliorer la résilience de notre alimentation électrique, en permettant aux ménages, aux bâtiments commerciaux et même à des quartiers de fonctionner de manière autonome pendant un certain temps, évitant ainsi les pannes d'électricité en cas de perturbation physique du système énergétique.

Il est important de noter que les actifs de stockage sur batteries peuvent générer des rendements liés aux infrastructures avec des revenus contractuels, à l'instar des contrats d'achat d'électricité pour les actifs de production d'énergies renouvelables. Cela peut être réalisé par la conclusion de contrats d'achat de la production (offtake) de la capacité de stockage avec des sociétés énergétiques ou d'autres acteurs du marché. En outre, les contrats de support système avec les opérateurs de marché, les réseaux ou les générateurs à proximité peuvent fournir des flux de revenus supplémentaires. Ces mécanismes permettent d'assurer des flux de trésorerie stables et prévisibles à long terme pour les détenteurs d'actifs de batteries.

La transition énergétique représente un changement transformationnel. Elle est complexe et étendue, et affecte tous les aspects de la production, de la distribution et de l'utilisation de l'énergie. Les batteries ont un rôle essentiel à jouer en tant que « facilitateur » clé d'une plus grande production d'énergies renouvelables. Les gestionnaires de réseaux d'énergie et les régulateurs prennent de plus en plus conscience de la valeur du stockage sur batteries, ce qui se traduit par des conditions de marché et réglementaires favorables pour les batteries à grande échelle, en particulier dans des pays comme le Royaume-Uni, les États-Unis, l'Australie et l'Italie.

Pour les investisseurs, les infrastructures de stockage sur batteries offrent l'opportunité d'obtenir à la fois des rendements financiers attractifs, soutenus par des revenus contractuels à long terme, et des résultats positifs en matière de durabilité en soutenant l'intégration des énergies renouvelables. Alors que le monde évolue vers un avenir énergétique plus propre et plus durable, le stockage sur batteries restera un atout indispensable.

ESG



infranity
Invest. Impact.



sosteneo
Infrastructure Partners

**DOMINIK HASS**Spécialiste en Investissement,
Sycomore AM**IMPACT POSITIF****La tendance actuelle**

La montée des tensions en Europe de l'Est et au Moyen-Orient a mis en évidence le caractère essentiel de l'indépendance énergétique ainsi que de la réduction des risques au niveau des filières d'approvisionnement. Bien que les taux d'intérêt plus élevés et les capitaux plus limités exigent de se montrer plus sélectifs dans la recherche de solutions financières stables, le développement de la transition énergétique constitue un élément central tout en contribuant à la réalisation de ces objectifs.

Les économies occidentales ont mis en œuvre des mesures politiques de grande envergure visant à soutenir leurs entreprises nationales dans la recherche de solutions environnementales. Par exemple, la loi sur la réduction de l'inflation pour soutenir les énergies renouvelables donne accès à des crédits d'impôt attractifs et à des financements plus abordables, ce qui en fera un levier significatif pour les investissements dans ce secteur en 2024. Notre scénario est renforcé par le fait que les entreprises qui proposent des solutions écologiques ont été confrontées à des difficultés importantes en 2023 alors qu'elles se négocient aujourd'hui à des valorisations attractives par rapport au ratio cours/bénéfice, similaires aux niveaux enregistrés avant la crise du Covid. Par ailleurs, les politiques monétaires commencent à

produire leurs effets et devraient stimuler la croissance dans les années à venir.

Si l'année s'annonce passionnante sur le plan environnemental, il ne faut pas négliger les grandes tendances sociétales. Nous avons évoqué l'essor rapide de l'Intelligence Artificielle, qui laisse présager que le remplacement de l'ensemble des tâches effectuées par les humains n'est plus qu'une question de temps. C'est pourquoi nous pensons qu'il sera de plus en plus nécessaire pour les entreprises de considérer l'importance du capital humain au sein de leurs activités.

La complémentarité optimisée du capital humain et de la technologie sera un facteur clé pour améliorer l'efficacité des processus et réduire les coûts. Selon nous, les entreprises qui parviendront à cet équilibre devraient bénéficier d'un avantage concurrentiel et générer des rendements supplémentaires pour les investisseurs.

INVESTIR DE MANIÈRE RESPONSABLE**La transparence en matière d'ESG devrait s'améliorer pour les investisseurs**

Plusieurs initiatives notables entreront en vigueur et les politiques déjà en place (loi américaine sur la réduction de l'inflation, plan industriel Green Deal de l'UE) commenceront à faire leurs preuves, entraînant des stratégies de délocalisation potentielles de la part des entreprises afin de bénéficier de ces initiatives de subvention. Dans le même temps, la directive sur les rapports de durabilité des entreprises fournira aux investisseurs un ensemble de données plus harmonisées pour l'évaluation des entreprises investies, tandis que la réforme du règlement sur la divulgation des informations relatives à la finance durable pourrait favoriser une plus grande appétence pour l'investissement en réduisant le risque d'écoblanchiment.

WNous nous attendons à ce que quatre sujets clés dominent en 2024:

1. Les résultats de la COP28 influenceront l'action climatique. L'un des thèmes cruciaux de la COP28 pour les propriétaires et les gestionnaires d'actifs est celui des "plans de transition", car les investisseurs exigent de plus en plus de détails de la part des émetteurs. Comprendre la faisabilité du plan de transition d'une entreprise aidera les investisseurs à avoir une vision concrète des perspectives globales de l'entreprise et facilitera une intégration plus réfléchie et plus complète des facteurs climatiques dans les évaluations
2. Les questions liées à la biodiversité et à la nature commenceront à se concrétiser. L'application des réglementations en matière de biodiversité (telles que la réglementation de l'Union européenne sur la production sans déforestation) commencera à

avoir un impact financier sur les émetteurs. Les discussions en cours sur les produits chimiques, le stress hydrique et les émissions toxiques se développeront, offrant une meilleure visibilité sur le risque de biodiversité du secteur et de l'émetteur au sein des portefeuilles.

3. Le débat sur les risques et les opportunités que crée l'IA va s'intensifier. Nous nous attendons à ce que l'optimisme du marché à l'égard de l'IA se poursuive. Toutefois, une approche plus prudente peut être adoptée pour évaluer également les risques ESG liés à l'IA, notamment les préoccupations liées à la confidentialité des données, aux cybermenaces et à la gestion du capital humain.
4. Les obligations ESG resteront sous surveillance et évolueront. Le Standard européen des obligations vertes devrait s'appliquer fin 2024 ; par conséquent, l'ensemble de l'année 2024 devrait servir de période marginale pour évaluer la volonté des émetteurs d'appliquer la norme, compte tenu de ses exigences strictes par rapport aux cadres actuellement appliqués par le marché. Les émetteurs devront démontrer des objectifs plus solides pour les SLB, intégrant davantage de KPI liés à l'ESG, en particulier compte tenu de la demande croissante de plans de transition transparents.

**ALESSANDRO MUSTO**Responsable de l'ESG,
Generali Asset Management



**GENERALI
INVESTMENTS**

Merci.

info@generali-invest.com
www.generali-investments.com

INFORMATION IMPORTANTE

Cette communication concerne les entités répertoriées ci-dessous et ne constitue pas une communication marketing liée à un fonds, un produit d'investissement ni des services d'investissement dans votre pays. Ce document n'est pas destiné à fournir des conseils en matière d'investissement, fiscaux, comptables, professionnels ou juridiques. Les investissements comportent des risques. Vous ne récupérez peut-être pas la totalité de votre investissement initial. L'investissement peut entraîner une perte financière.

Generali Investments Luxembourg S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois, agréée en tant que société de gestion d'OPCVM et gestionnaire de fonds d'investissement alternatif (AIFM) au Luxembourg, réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) - code CSSF : S00000988 LEI : 222100FSOH054LBKJL62.

Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio est une société de gestion d'actifs italienne réglementée par la Banque d'Italie (Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - C.M. n. 15376 - LEI : 549300DDG9IDT00X8E20).

Aperture Investors UK Ltd est agréé en tant que gestionnaire d'investissement au Royaume-Uni, réglementé par la Financial Conduct Authority (FCA) - 135-137 New Bond Street, Londres W1S 2TQ, Royaume-Uni - référence UK FCA n. : 846073 - LEI : 549300SYTE7FKXY57D44. Aperture Investors, LLC est agréé en tant que conseiller en investissement enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis, qui détient à 100 % Aperture Investors UK, Ltd, collectivement dénommée « Aperture ».

Plenisfer Investments SGR S.p.A. (« Plenisfer Investments ») est agréée en tant que société de gestion d'OPCVM en Italie, réglementée par la Banque d'Italie - Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - CM : 15404 - LEI : 984500E9CB9BBCE3E272.

Infranity SAS (« Infranity ») est une société de gestion de portefeuille immatriculée au RCS Paris sous le numéro 831 266 721 et agréée par l'AMF sous le n° GP-19000030 - 6 rue Ménars, 75002 Paris.

Sycomore Asset Management (« Sycomore ») est agréée en tant que société de gestion d'OPCVM et Gestionnaire de Fonds d'Investissement Alternatif (AIFM) en France, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) - 14 avenue Hoche 75008 Paris, France - Code AMF : 1115835, LEI : 9695006BRVMTPTUB1R68.

Lumyna Investments Limited (« Lumyna ») est autorisée en tant que gestionnaire d'investissement au Royaume-Uni, réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA) - 11 Bressenden Place, Londres, SW1E 5BYS, Royaume-Uni - UK FCA référence n. : 613481 - LEI : 54930002NNE4X00RNP42.

Generali Real Estate SGR S.p.A. (« Generali Real Estate ») est agréée en tant que gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) en Italie, réglementée par la Banque d'Italie - Via Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - CM : 15249 - LEI : 8156006D61AB65BBC492

Toutes les opinions ou prévisions fournies sont à la date spécifiée, peuvent changer sans préavis, ne prédisent pas les résultats futurs et ne constituent pas une recommandation ni une offre de produit d'investissement ni un service d'investissement. Ce document n'est pas destiné aux personnes américaines, telles que définies dans le règlement S du United States Securities Act de 1933, tel que modifié.

Les informations sont fournies par Generali Asset Management S.p.A. (l'« Émetteur »). Toutes les données utilisées dans ce document, sauf indication contraire, sont fournies par l'Émetteur. Ce matériel et son contenu ne peuvent être reproduits ou distribués, en tout ou en partie, sans le consentement exprès écrit de l'émetteur.