



Analyse

Bruxelles, le 14 juin 2022

Belfius Convictions

Le conflit entre la Russie et l'Ukraine va-t-il faire plonger notre économie dans une récession ? Combien de temps encore devons-nous supporter l'inflation élevée ? Dans quelle mesure l'intervention des banques centrales sera-t-elle agressive ? Belfius Strategic Research présente ses prévisions pour 2022 et 2023.

À peine remise du Covid, l'économie mondiale s'est déjà heurtée à deux nouveaux chocs cette année. Le premier choc était l'invasion russe en Ukraine qui, outre la misère humaine, a un impact économique énorme. Celui-ci se marque de différentes manières. En premier lieu, la guerre entraîne une foule d'incertitudes et pèse de ce fait sur la confiance et les projets d'investissement des entreprises et des ménages. De plus, le conflit exerce une pression supplémentaire sur le trafic international de marchandises et de matières premières. De nouveaux goulots d'étranglement se sont ajoutés pour toute une série de produits, tels que les céréales, le bois et les engrais, dont l'Ukraine et la Russie sont d'importants exportateurs.

La guerre en Ukraine entraîne une crise de l'énergie.

Mais l'impact économique le plus important de la guerre se marque par la crise sur les marchés de l'énergie. Ces derniers mois, les prix du gaz et du pétrole se sont envolés vers de nouveaux sommets parce que l'approvisionnement en carburants fossiles en provenance de Russie, deuxième fournisseur mondial d'énergie, risque de se tarir. L'embargo européen sur le pétrole russe a récemment poussé le prix du baril de pétrole brut à son niveau le plus élevé depuis quatorze ans. Les prix du gaz se sont quelque peu calmés à l'approche de l'été mais l'Europe risque d'être confrontée à des pénuries l'hiver prochain si les réserves de gaz ne sont pas assez approvisionnées cet été.

Le retour de l'inflation

La forte hausse des prix de l'énergie est l'un des facteurs qui contribue considérablement au deuxième choc économique de 2022, le retour spectaculaire de l'inflation élevée. Selon le critère européen, l'inflation dans notre pays atteint un peu moins de 10 pour cent en mai. De même, dans le reste de l'Europe, aux USA et dans d'autres pays, les records d'inflation se comptent à la pelle. La hausse de l'inflation entraîne un sérieux appauvrissement pour les ménages et pèse sur les marges des entreprises.

Le retour de l'inflation n'est toutefois pas uniquement dû à la flambée des coûts de l'énergie et de l'alimentation et s'avère également moins temporaire que ce que l'on pensait. Il ne faut pas sous-estimer le risque que l'inflation se maintienne longtemps à un niveau très élevé. Les entreprises répercutent de plus en plus la hausse des coûts entre elles et sur le consommateur. Les travailleurs exigent également des compensations pour la perte de leur pouvoir d'achat et veulent être mieux payés cette année et l'an prochain. Aux USA, cela s'est déjà traduit par un renforcement de l'augmentation des salaires. Ce type d'effets secondaires ne fait qu'intensifier la pression des prix sous-jacents sur l'économie. C'est pourquoi, dans notre scénario de base, l'inflation se maintiendra à peu près au même niveau jusqu'en juillet, après quoi elle faiblira lentement, mais restera élevée. Nous ne tablons sur une baisse plus prononcée de la pression de l'inflation qu'au premier semestre de l'an prochain, quand les marchés de l'énergie seront devenus moins volatils. Cependant, les prévisions restent entourées d'incertitude tant que la guerre continue à sévir en Ukraine.



Les banques centrales passent enfin à l'action

Les banques centrales ont également ressenti la flambée de l'inflation de 2022 comme un choc. Quand il est devenu manifeste que l'inflation colossale n'allait pas descendre d'elle-même, les responsables de la politique monétaire ont radicalement changé leur fusil d'épaule. Après des années de politique de « l'argent bon marché », la Bank of England et la Federal Reserve ont déjà augmenté leur taux directeur plusieurs fois cette année. Même la BCE est sur le point de procéder à une série de hausses de taux. Dans la perspective du relèvement du taux directeur, les taux longs ont entre-temps fortement augmenté. Belfius s'attend à ce que le taux à 10 ans des obligations d'État belges grimpe à environ 2,1% au deuxième semestre de cette année.

Éviter la récession

Alors que le risque est clairement orienté à la hausse pour l'inflation, les perspectives de croissance économique fléchissent de plus en plus. La relance de l'industrie après le Covid subit des avaries en raison de la guerre et la hausse du coût de la vie qui pèse sur les dépenses de consommation. Aux USA, des signaux apparaissent déjà, indiquant que la hausse des taux se traduit par un ralentissement de la croissance, notamment sur le marché résidentiel. De plus, l'activité en Chine souffre de la politique du zéro Covid qui paralyse des tranches importantes de l'économie chinoise. De ce fait, le commerce mondial s'accroîtra moins fortement que ce que l'on pensait.

Ces facteurs laissent supposer une faible croissance au deuxième trimestre mais nous ne nous attendons pas à un dérapage de l'économie vers une récession car les indicateurs de confiance des entreprises restent bien orientés et la demande sur le marché du travail reste très forte. De nombreux secteurs sont confrontés à une pénurie de main d'œuvre et nous nous attendons à ce que le taux de chômage continue à reculer en Belgique et dans la zone euro cette année. La demande de services a également le vent en poupe. La perspective d'une saison touristique plus normale que ces dernières années pourrait donner une impulsion supplémentaire au secteur des services cet été. Nous tenons compte d'une croissance moyenne du PIB de 2,8 pour cent dans la zone euro et de 2,2 pour cent en Belgique en 2022.

	GDP projections (%yoy)			HICP projections (%yoy)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Belgium	6,1	2,2	1,6	3,2	8,3	3,6
Eurozone	5,4	2,8	2,0	2,6	6,6	3,5
UK	7,4	3,7	1,5	2,4	7,0	3,3
US	5,7	3,2	2,2	4,7	6,8	2,7
China	8,1	4,5	5,2	1,2	2,3	2,0



Que vont faire les marchés d'actions dans ce contexte ? Et, après tant d'années, les obligations vont-elles à nouveau devenir un investissement intéressant ? Comment manœuvrer un portefeuille d'investissement dans ce contexte incertain ? Belfius Investment Partners présente les Belfius Convictions.

Depuis le début de l'année peu de classes d'actifs ont pu servir de refuge aux investisseurs.

La guerre, l'inflation et les effets persistants du COVID-19 ont pesé à la fois sur la performance des actifs obligataires et actions. Les craintes de hausse des taux et l'inflation contribuent au recul des obligations. En même temps, la hausse des taux et le ralentissement de la croissance pèsent sur les marchés actions. Seuls les actifs comme l'or, le dollar ou le FTSE 100 ont pu sortir leur épingle du jeu.

La volatilité des actions et du marché obligataire se sont tendues au même moment. L'incertitude quant à la l'évolution de la politique monétaire de la FED est couplée aux questionnements des investisseurs quant à la pérennité de la croissance.

Les investisseurs ont délaissé les actions de croissance séculaires et les cycliques pour se tourner vers les secteurs défensifs

Les craintes d'une récession ont amené les investisseurs à privilégier les actions défensives qui bénéficient d'une faible volatilité de leurs bénéfices à l'inverse des sociétés cycliques.

Les valeurs de croissance ont également très mal performé. Leur valorisation a souffert de la hausse des taux d'intérêt des obligations gouvernementales qui sont utilisés pour actualiser leurs futurs dividendes.

Nous demeurons agiles sur notre allocation en actions

Même si le marché reste sceptique quant à la capacité des banques centrales à organiser un atterrissage en douceur de l'économie mondiale, notre scénario central reste celui d'un fort ralentissement de l'activité mondiale, pas celui d'une récession.

Dans ce contexte incertain, les multiples de valorisation des actions ont déjà connu une baisse significative, notamment aux Etats-Unis où les valeurs de croissance ont souffert. Les perspectives actions dépendent désormais largement de bénéfices toujours bien orientés. Au premier trimestre, la croissance des bénéfices des entreprises américaines et européennes a surpris à la hausse mais les attentes de croissance pour cette année et en 2023 restent élevées et devraient être ajustées à la baisse pour refléter les effets négatifs des coûts de production sur les marges des entreprises.

Les sondages sur le sentiment des investisseurs sont à des niveaux historiquement bas. En outre, l'exposition actions des fonds alternatifs (mesurée par leur bêta à cette classe d'actifs) a drastiquement diminué depuis le début de l'année. Ces deux points sont un soutien au marché actions à moyen terme.

Jusqu'à ce que nous ayons plus d'informations sur l'évolution de l'activité mondiale et de l'inflation, les marchés actions devraient fluctuer dans une fourchette limitée. Le resserrement de la politique monétaire entraînera une volatilité qui peut persister et qui compense les fondamentaux des actions à plus long terme qui restent favorable.



Nous restons positifs sur les marchés actions EM et particulièrement sur la Chine

Le marché Chinois a fortement souffert de la politique zéro -Covid qui a paralysé une partie du pays de même que l'accroissement des sanctions de la part des Etats-Unis et la possible relocalisation des chaînes d'approvisionnement dans les pays développés pour éviter les ruptures.

En mars, le gouvernement Chinois affichait son objectif de 5.5% de croissance pour l'année 2022. Compte tenu, de la politique zéro-Covid, ce chiffre ne pourra sans doute être atteint.

Pour remédier à ce ralentissement le gouvernement a annoncé une liste de mesures budgétaires et fiscales. Ces éléments couplés à une réouverture récente de son économie ont permis de stabiliser le marché des actions qui se traite à un niveau de valorisation en ligne avec les plus bas niveaux de son histoire.

Nous accroissons graduellement notre allocation au marché des taux et maintenons notre exposition aux obligations d'entreprises IG

Depuis le début de l'année, les taux des obligations d'états aux États-Unis et en Allemagne ont fortement rebondi pour refléter les attentes de hausses rapides des taux directeurs de la FED et de la BCE.

Les valorisations se sont améliorées même si les valorisations à long-terme reste modestement chère (les taux réels restent négatifs en Allemagne) cependant le ralentissement de la croissance et les incertitudes mondiales accrues compensent cet élément.

Au sein des obligations d'entreprises Investment Grade (IG), les spreads reflètent en grande partie des fondamentaux solides et de faibles taux de défaut, mais qui ont augmenté récemment. Dans le High Yield, les écarts de rendement reflètent une vague de défaut importante. Cela dit, nous pensons qu'une prime de risque importante est justifiée dans un contexte où les conditions financières se détériorent. Nous privilégions qualité et liquidité.

Nous restons positionnés sur la dette des pays émergents.

L'élargissement des spreads reflète les défis actuels. Les obligations en dollars des marchés émergents ont souffert du resserrement des conditions financières mondiales et de la hausse des taux américains. Ce secteur devrait être soutenu par la hausse des prix des matières premières et les marchés émergents sont beaucoup plus robustes qu'au cours de la dernière décennie.

Nous dédions une place privilégiée aux actions Belges dans nos portefeuilles

La Belgique est une économie ouverte au carrefour de l'Europe, mais pas seulement puisqu'elle exporte également aux Etats-Unis et en Asie.

La Belgique possède un écosystème biotechnologique et pharmaceutique reconnu. C'est un marché actions considéré comme défensif du fait de sa composition très diversifiée avec des sociétés familiales qui tendent à avoir une vision et une gestion de leurs sociétés à long terme avec un esprit entrepreneurial prononcé. Son secteur immobilier est très performant et devient un leader européen. Enfin, l'innovation est très présente, grâce à une main d'œuvre très qualifiée. Ces sociétés du fait de leur produits innovants peuvent donc défendre leurs marges dans un contexte inflationniste.



Comment miser sur les bons thèmes à plus long terme en tant qu'investisseur en actions ? Quelles sont les tendances profondes pour ces prochaines années ? Belfius Investment Strategy vous éclaire à ce sujet.

Certains signaux sont plus clairs que d'autres

Si le contexte actuel est marqué de nombreuses incertitudes, certains éléments ressortent:

- **L'inflation**, historique à plus d'un titre, ne peut, pour l'instant qu'être légèrement freinée par les autorités monétaires. En aucun cas immédiatement stoppée.
- Les nouvelles habitudes de travail et de consommation ont donné un nouveau coup d'accélérateur à la **digitalisation**, voire à la **virtualisation** de nos modes de vie.
- La **santé** est revenue au cœur des préoccupations. Bien entendu dans le cadre de la pandémie, mais aussi pour l'organisation de la Société en général. Chacun sait qu'il y a désormais plus de malades de longue durée que de chômeurs en Belgique. La **santé** est un enjeu humain et moral, mais il est donc aussi devenu un **enjeu économique**.
- Le **climat**, la **raréfaction des ressources**, **gestion des déchets**, **l'environnement**, **bref la planète en général**, sont placés au sommet de l'agenda des plus grandes puissances mondiales, qu'elles soient américaines, européennes ou asiatiques. Les budgets à la clef sont colossaux et sans précédent.

Inflation, ce fil rouge...

La difficulté des banques centrales face à l'inflation est qu'il s'agit cette fois d'une inflation par la diminution de l'offre plus qu'une surchauffe de la demande. Un sacré défi : comment un banquier central pourrait-il relancer l'offre ? Les facteurs inflationnistes actuels sont connus:

- Dé-globalisation – re-localisation
- Emploi US
- Question énergétique
- Pénuries & raréfaction
- Lock downs
- Ukraine

En conséquence, les secteurs à tarification réglementée se font "écraser" entre des coûts en hausse et des prix finaux plafonnés. A contrario, les sociétés présentant du **pricing power** peuvent répercuter l'inflation sur leurs clients finaux. D'où l'importance pour ces sociétés de disposer de marques fortes et d'avantages compétitifs uniques.

Corollaire de l'inflation : des taux en hausse

Qui dit inflation élevée dit hausse des taux directeurs. Qui dit anticipation de hausses multiples des taux directeurs dit hausse des taux longs. Et cette hausse est conséquente. Les taux américains 10 ans ont doublé en 6 mois.



Suite à cette remontée des taux, nous nous rapprochons à grands pas de la tant attendue **fenêtre d'entrée sur les investissements obligataires**. Certains gérants commencent d'ailleurs petit à petit à réinvestir dans des maturités un peu moins courtes qu'avant.

Aussi et surtout: les taux actuels rendent les **protections nettement moins chères dans les produits structurés**, qui offrent des conditions meilleures, de mois en mois.

Des défis sociétaux communs

Parmi les signaux les plus clairs, les Nations Unies montrent la voie, avec les objectifs de développement durable (« SDG's »). **Ces objectifs sont pour nous comme de grands panneaux routiers**, qui indiquent où les gouvernements veulent faire évoluer nos Sociétés. **Les entreprises qui l'ont compris et offrent des solutions différenciantes en la matière sont mieux armées pour traverser les cycles économiques, et sont au cœur de nos convictions.**

Les méga tendances durables

S'il faut retenir quelques lignes directrices parmi les SDG's, nous avons, il y a quelques années identifié les tendances durables selon nous les plus solides. Chacune d'entre elles s'est soit stabilisée, soit renforcée durant la pandémie et la crise en Ukraine :

- Le changement climatique
- Les ressources et déchets
- La numérisation/innovation/digitalisation/virtualisation
- La santé et le bien-être
- Les évolutions sociétales et démographiques

Ces thèmes restent au cœur de nos axes d'investissement à long terme. Aucun d'entre eux n'est près de s'estomper.

La révolution verte

Parmi les thèmes évoqués plus haut, le climat est certainement le plus puissant. Les budgets sont tellement élevés, les besoins tellement énormes que les porteurs de solutions, les sociétés les plus innovantes sur le sujet, nous paraissent incontournables. Ceux qui ne suivent pas sont sanctionnés, ou exclus. Exemple: les véhicules dits « polluants », exclus de plus en plus de territoires.

La santé et le bien-être

La santé, l'innovation et les technologies médicales ont retrouvé un rôle central.

Les populations vieillissent, et ont donc plus de besoins en soins de santé, **s'en préoccupent plus que dans le passé, et ont plus de moyens financiers à y accorder**, y compris dans les pays émergents, désormais le domicile de la plus grande classe moyenne du monde.



Un monde toujours plus digital, toujours plus virtuel

Nos habitudes de consommation, de travail, de loisirs, ont fondamentalement changé. Les outils de simulation (virtuelle) ont trouvé de nouvelles applications, dans la santé, l'industrie, le monde du travail en général, et même l'enseignement.

Ce mouvement semble s'accélérer; la puissance de calcul des ordinateurs, tirée par la demande, croît à une vitesse exponentielle; la 5G est sur le point de se déployer, et les enseignants se forment au métavers. Les besoins en solutions applicatives, mais aussi en matériel de pointe, devraient profiter aux acteurs tant de hardware que de software.

Ce qui ne gâche rien: suite à la hausse des taux long terme, les valorisations du secteur ont retrouvé une certaine attractivité. Les cours ont baissé, alors que les publications de résultats, et surtout les perspectives, restent très correctes, voire prometteuses...

En savoir plus ?

Replay conférence de presse:

<https://youtu.be/fUlgLRnKnSg>

Contact presse

Belfius Banque & Assurances

Ulrike Pommee, + 32 (0)2 222 02 57 / ulrike.pommee@belfius.be - press@belfius.be

www.belfius.be