



Analyse

Bruxelles, 27 juin 2023

Belfius Convictions 2^e semestre 2023

- **Nous prévoyons un atterrissage en douceur de l'économie mondiale.**
- **Les obligations d'entreprises de qualité constituent notre principale conviction pour l'investisseur.**
- **La surexposition aux liquidités n'est pas une bonne idée.**

1. Les perspectives macro-économiques

✓ **Un atterrissage en douceur de la zone euro et des États-Unis**

Contre toute attente – malgré la crise énergétique de l'an dernier – la zone euro a réussi à éviter une récession. **Véronique Goossens, Chief Economist chez Belfius**, nous donne ses perspectives pour le 2^e semestre 2023 et pour 2024.

Dans la zone euro, le principale point d'attention concerne l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation qui ne tient pas compte des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. Elle reste beaucoup trop élevée: en mai, elle s'élevait à 5,3%, ce qui est nettement supérieur à l'objectif de 2% fixé par la Banque centrale européenne (BCE). C'est pour cette raison que la BCE va continuer à resserrer sa politique monétaire et qu'elle devrait relever le taux de la facilité de dépôt à un niveau d'au moins 3,75%. Un assouplissement de la banque centrale n'interviendra que d'ici l'été 2024, au plus tôt. Les retombées de sa politique sont particulièrement lentes, et sont contrariées par un marché de l'emploi tendu. Presque partout dans la zone euro, il règne une pénurie de main-d'œuvre, ce qui favorise les revendications salariales. La Commission européenne s'attend à ce que les salaires augmentent en moyenne de 5,9% cette année, après une hausse de 5% l'an dernier. Les entreprises continueront à répercuter ces augmentations de salaires, ce qui maintiendra l'inflation sous-jacente à un niveau élevé. Quoi qu'il en soit, à l'avenir, nous devons prendre en compte une inflation structurellement plus élevée.

En fin de compte, la politique de la BCE devrait se traduire par un ralentissement de la croissance économique, entraînant une baisse des salaires et de l'inflation. À l'heure actuelle, nous constatons déjà un recul de l'activité de crédit en Europe, car emprunter est devenu plus onéreux. Cependant, malgré tout, l'économie se porte toujours relativement bien. Les indicateurs de confiance des entreprises indiquent que l'activité industrielle est toujours en contraction et que la situation n'a cessé de se détériorer après la période extrêmement fructueuse au milieu du Covid. En revanche, le



secteur des services s'attend toujours à une croissance, malgré un indicateur de confiance en berne ces derniers mois.

Nous prévoyons une croissance modérée dans la zone euro, de 0,5% cette année et de 1,1% en 2024.

Quant à l'inflation globale, elle devrait diminuer, passant de 6% en 2023 à 3% en 2024.

Aux États-Unis aussi, l'activité manufacturière est en baisse. Toutefois, les dépenses de consommation restent élevées dans le secteur des services. La croissance de l'emploi se maintient de façon surprenante et l'évolution salariale reste préoccupante pour l'inflation.

La Réserve fédérale devra donc maintenir sa politique restrictive jusqu'à ce que le marché du travail montre des signes de ralentissement. Il faut qu'elle agisse avec prudence, afin de ne pas mettre en péril la stabilité financière du pays. Après 10 relèvements de taux consécutifs, la Fed a décidé de faire une pause. Mais il est clair que le processus n'est pas encore achevé, et il est assez probable qu'on assiste encore cette année à 2 relèvements de taux.

Normalement, le taux à long terme est supérieur au taux à court terme : en effet, à long terme, il y a davantage de risques, par exemple, de défaillance de l'émetteur. Aujourd'hui, c'est donc l'inverse. Historiquement, l'inversion de la courbe des taux est un indicateur fiable de faiblesse de l'économie, comme ce fut le cas lors des 8 dernières récessions.

Chez Belfius, nous ne nous attendons pas à une récession en règle. Cependant, une récession technique - à savoir 2 trimestres consécutifs de croissance économique négative - est possible. Pour les États-Unis, nous prévoyons une croissance du PIB de 1,3% cette année et de 0,5% en 2024. Cet atterrissage en douceur devrait aller de pair avec un recul de l'inflation de 4% à 2,5%.

✓ **La Chine fait face à une demande mondiale de marchandises atone**

En Chine, l'industrie subit de plein fouet un ralentissement dû à la baisse des chiffres de l'exportation. De plus, des tensions géopolitiques sont à l'origine de l'interdiction par les États-Unis d'exporter des puces/semi-conducteurs haut de gamme, par exemple. Cette année, la croissance devra provenir principalement de la consommation intérieure. Nous prévoyons une croissance moyenne de 5,5% cette année et de 4,7% en 2024. L'inflation devrait rester relativement stable, autour de 2%.

✓ **Une croissance économique stable en Belgique**

Au 1^{er} semestre 2023, l'économie belge a performé mieux que prévu, grâce entre autres à une baisse conséquente des prix de l'énergie et à une forte croissance dans le secteur des services. Selon nous, cette croissance devrait persister – même si c'est à un rythme un peu plus modéré – grâce au regain de confiance des consommateurs dans un marché du travail tendu, et aux intentions d'investissement des entreprises. Globalement, l'inflation recule sensiblement, tandis que l'inflation sous-jacente se maintient à des niveaux élevés en 2023 et 2024.



L'inflation belge est particulièrement sensible aux prix de l'énergie. Grâce notamment aux mesures prises par le gouvernement pour alléger la facture énergétique, l'inflation globale pourrait même devenir négative cet automne. Par la suite, l'inflation devrait à nouveau repartir à la hausse. Nous prévoyons une inflation moyenne (IPCH) de 2,5% pour 2023, et de 4,1% l'année prochaine.

L'économie belge devrait croître de 1,3% cette année et de 1,4% en 2024.

2. Les Belfius Convictions

Maud Reinalter, Chief Investment Officer chez Belfius Asset Management et responsable des processus en matière de Convictions au sein de Belfius, revient sur la prestation des investissements du 1^{er} semestre.

Entre le 1^{er} janvier et le 15 juin de cette année, les investisseurs ont été confrontés à des marchés agités, en raison de pressions inflationnistes, de politiques monétaires restrictives et de tensions au sein du secteur bancaire. Malgré ces défis, la performance des actifs à risque a été soutenue par une activité économique résistante, ce qui correspondait à nos prévisions de fin d'année dernière.

Cet environnement a favorisé l'or, qui a augmenté de 5% en euro, ainsi que les marchés d'actions des pays développés et notamment les États-Unis qui ont enregistré une performance de 13% en euro également. Les obligations d'État et de sociétés de bon rating des pays développés ont affiché des rendements positifs aux alentours de 2%.

En ce qui concerne nos convictions d'investissement, l'allocation d'actifs a contribué positivement à la performance des portefeuilles sur la période. Nous avons commencé l'année 2023 avec une vision positive sur le marché des actions et avons pris plusieurs fois des bénéfices à partir de février. Dans le même temps, nous avons progressivement renforcé le poids des obligations.

Notre poche actions de pays développés a bien performé. Nos investissements en actions émergentes ont moins bien presté, notamment la Chine où la reprise économique post-covid est toujours faible. Au niveau sectoriel, la technologie présente au sein de notre thématique «transition énergétique» a profité d'une tendance forte avec une performance d'environ 37% aux États-Unis. Le secteur de la santé, au centre de nos convictions, affiche des performances mitigées depuis le début de l'année. Toutefois, le rendement positif en zone euro (+3%) a compensé la performance négative du secteur aux États-Unis (-3% en dollar).

Les convictions d'investissement de Belfius pour les prochains mois...

Conviction #1

En premier lieu, nous restons confiants quant à nos allocations d'actions, en restant toutefois prudents et sélectifs

Nous ne prévoyons pas de récession qui exigerait une réduction importante de nos allocations. Cependant, nous sommes conscients que le potentiel de performance des marchés d'actions est limité et c'est pourquoi nous avons réalisé des bénéfices sur nos positions à plusieurs reprises



durant cette année.

Cette vue est soutenue par plusieurs éléments. En premier lieu, nous nous attendons à ce que l'économie ralentisse davantage au cours des prochains mois. Cela représente un défi pour les marchés boursiers car la croissance des bénéfices et les indicateurs économiques se détérioreront.

Or, les marchés d'actions mondiaux, qui ont affiché de bonnes performances depuis le début de l'année, semblent maintenant être valorisés de manière optimiste. Les ratios cours/bénéfices prévisionnels demeurent en effet élevés par rapport aux normes historiques (16,2x aujourd'hui contre une moyenne de 14,5x sur les 20 dernières années). Les investisseurs fondent leur évaluation du marché d'actions sur l'hypothèse d'un pivot rapide des banques centrales, passant de hausses à des baisses de taux. Cependant, cet optimisme ignore le fait que la normalisation de l'inflation, et donc les baisses de taux directeurs, nécessitent un ralentissement de l'économie.

Et puis, il y a le risque de poursuite de l'inflation, ce qui repousse encore plus loin les baisses de taux d'intérêt prévues et augmente la probabilité d'une forte volatilité des marchés d'actions. Enfin, nous disposons désormais de plus d'options. Les rendements obligataires et les taux du marché monétaire ont considérablement augmenté et rivalisent désormais avec les attentes de rendements du marché boursier.

Au cours des prochains mois, nous resterons flexibles et prêts à ajuster nos positions sur les actions en cas de correction du marché, ou à vendre plus d'actions si les marchés continuent de progresser.

Conviction #2

Les actions des pays émergents et les actions américaines

Nous privilégions les actions des marchés émergents dans leur ensemble. Récemment, nous leur avons réalloué les fonds provenant de la récente vente de notre exposition aux actions chinoises locales. Cette décision a été motivée par le contexte géopolitique difficile entre les États-Unis et la Chine, ce qui soutient la prime de risque, ainsi que par un rebond de l'économie post-covid plus lent que prévu.

Il est à noter que les attentes de croissance à 12 mois des bénéfices en Chine et en Inde dépassent largement celles des États-Unis et de l'Europe. Les pays émergents (hors Chine) tirent également avantage de la reprise chinoise, grâce au commerce intra-zone ainsi que de la réallocation des investissements internationaux. Enfin, certains de ces pays ont des atouts spécifiques, comme Taiwan, par exemple. Bien que la croissance attendue des bénéfices dans ce pays soit encore proche de zéro, nous prévoyons une augmentation grâce à la hausse de l'activité dans le secteur des semi-conducteurs, profitant de l'essor de l'intelligence artificielle. Tous ces éléments nous conduisent à privilégier les actions des pays émergents par rapport à celles des pays développés.

Au sein de la poche actions des pays développés, nous préférons les actions américaines aux actions européennes. Plus défensives, elles bénéficient de marges bénéficiaires plus élevées et plus stables, ce qui présente un avantage en période de ralentissement économique.

Enfin, nous avons réalisé des bénéfices sur les actions de la zone euro qui ont connu de bonnes performances ces 6 derniers mois. Bien qu'elles puissent maintenir ces gains pendant quelques



semaines, les entreprises cycliques fortement représentées dans les indices de la zone vont souffrir de la politique de la Banque Centrale Européenne, qui prévoit une hausse de taux d'intérêt à moyen terme.

Conviction #3

La poche actions privilégie les soins de santé

Les soins de santé, un secteur de qualité, qui faisait déjà partie de nos convictions lors de notre dernière session, restent au cœur de nos allocations même en cette période de ralentissement économique.

En effet, la demande de soins de santé ne se voit pas affectée par l'évolution de l'économie. Ainsi, ce secteur protège ses marges et affiche de bonnes performances lors des périodes de fragilité, avec une volatilité inférieure à celle de ses pairs. Avec un ratio cours/bénéfice estimé à 17,5 fois, légèrement en-dessous de la moyenne des 10 dernières années, ce secteur offre des opportunités intéressantes. Nous estimons également que le vieillissement de la population et les dépenses supplémentaires de santé causée par la pandémie auront un impact positif sur les bénéfices à long terme.

Conviction #4

Les actions des entreprises actives dans la transition énergétique

Nous croyons toujours en la croissance des entreprises actives dans la transition énergétique. L'Allemagne et les États-Unis dépendent encore des hydrocarbures pour plus de 85% de leur production d'énergie, tandis que des pays comme la Suède sont bien plus avancés dans cette transition. Les entreprises qui s'engagent dans ce domaine bénéficieront donc des investissements majeurs prévus par les plans européen (Green Deal) et américain (Inflation Reduction Act), qui financeront le développement des infrastructures.

Conviction #5

Notre plus grande conviction met en avant les obligations de qualité

Après la forte hausse des taux d'intérêt en 2022, les rendements obligataires se sont stabilisés lentement à des niveaux historiquement élevés. De plus, la prime de risque sur les obligations d'entreprises de qualité en Europe se situe actuellement à un niveau très attractif. Elle est juste au-dessus de sa moyenne historique et supérieure à celle de ses homologues américains.

Les obligations offrent aujourd'hui une bonne diversification et constituent également une source de rendement supplémentaire pour les portefeuilles diversifiés. Nous continuons donc à acheter progressivement de nouvelles obligations afin d'améliorer leur profil rendement/risque. Si le ralentissement économique est plus important que prévu, les taux d'intérêt à long terme, qui constituent un indicateur de l'activité économique, baisseront. C'est pourquoi nous achetons progressivement des obligations proposant des échéances plus longues, afin de profiter d'un taux d'intérêt supérieur sur une période plus longue.

En bref, lorsque la croissance ralentit et que les rendements obligataires initiaux sont élevés, il est logique d'ajouter des obligations de qualité aux allocations d'actions et d'allonger les



échéances des portefeuilles obligataires.

En conclusion...

Notre scénario macro-économique global est celui d'un atterrissage en douceur, qui constitue un soutien pour les marchés d'actions, mais leur valorisation limite le potentiel de performance. C'est pourquoi nous conservons nos allocations d'actions de manière prudente et sélective, en privilégiant les États-Unis et les pays émergents. Nous maintenons également nos convictions stratégiques sur les entreprises engagées dans la transition énergétique, qui seront soutenues par des plans d'investissement ambitieux. En outre, nous sommes de plus en plus optimistes sur le secteur de la santé, un secteur de qualité et défensif.

Parallèlement, nous poursuivons la constitution de la part obligataire des portefeuilles en utilisant, par exemple, nos liquidités. Au sein de cette section, nous privilégions les obligations d'entreprises de qualité.

3. Solutions obligataires – que privilégier?

✓ L'inflation, bien qu'en nette baisse, reste un sujet douloureux pour les épargnants.

6%. C'est la vitesse à laquelle le pouvoir d'achat d'un euro se dégrade, en rythme annuel.

En conséquence, Nicolas Deltour, Chief Investment Strategist au sein de Belfius Banque, nous rappelle que les liquidités donnent une fausse impression de stabilité et portent en elles une perte certaine en termes réels: un rendement réel tellement négatif qu'il en compromet la pérennité du patrimoine dans la durée, et en particulier dans la perspective de transmettre à la génération suivante.

Toutefois, il y a deux bonnes nouvelles sur ce front: les alternatives crédibles, même défensives, se multiplient, et les facteurs à l'origine même de l'inflation entrent en phase de relâchement.

✓ Une direction claire, un tempo faisant débat

La direction prise par l'inflation est claire: le marché de l'emploi américain s'améliore, les prix de l'énergie ont connu une nette baisse, les chaînes d'approvisionnement sont revenues à leur rythme de croisière et les pénuries se sont résorbées.

L'inflation baissera donc, tôt ou tard. Le monstre contre lequel les banques centrales s'efforcent de lutter tend à s'essouffler. Malgré cela, personne ne peut prédire avec certitude quand cela arrivera. Toutefois, les banques centrales annoncent qu'un plafond des taux directeurs est pour bientôt, et une descente très probablement pour 2024.

Cette descente des taux coïncidera avec une baisse des taux directeurs. Et le corollaire de cette baisse des taux directeurs sera une baisse des rémunérations du monétaire et du court terme.



Leurs rémunérations actuelles peuvent sembler attrayantes, d'autant plus que les courbes de taux sont inversées. Cependant, nous ne devons pas nous tromper: il s'agit d'un faux refuge. Il serait préférable pour l'investisseur défensif qui souhaite pérenniser sa rentabilité d'aller chercher le rendement sur des maturités plus longues, en optant pour des supports (obligataires) qui continueront à le rémunérer au-delà de ces phases de baisse de taux.

Il s'agit donc de compléter les maturités courtes, rémunératrices aujourd'hui, avec des maturités moyennes ou longues, qui continueront à rapporter demain.

Il s'agit de diversifier, de manière stratégique toutefois.

✓ **La voie royale: l'émission d'entreprise de qualité**

Plus de 4%. C'est le rendement brut affiché par un portefeuille d'obligations d'entreprises bien conçu, en euro, alors que, ces 5 dernières années, le rendement moyen visé par ces émissions était plutôt de l'ordre de 1%.

Il s'agit ici du rendement visé moyen pour des maturités de l'ordre de 5 ans, et pour des émetteurs qualifiés de «investment grade», c'est-à-dire dont les ratings donnés par les agences de notation sont compris entre AAA et BBB – autrement dit, les meilleures qualités disponibles sur le marché, sans rechercher les émetteurs les plus exposés à l'assèchement des liquidités ou aux aléas d'une récession technique.

Les gestionnaires ont tendance à être prudents vis-à-vis des obligations dites à haut rendement («high yield»); les vagues de défaut n'ont pas encore frappé (à l'exception des petites banques américaines), mais les mesures prises par les banques centrales commencent à produire leurs effets.

Warren Buffet avait coutume de dire: «C'est quand la mer se retire qu'on voit qui porte un maillot». Nous privilégions donc les émetteurs les mieux habillés...

✓ **Les obligations d'État: avec parcimonie**

Le principe de la diversification est par nature un réflexe sain, même sur les obligations étatiques, sans pour autant outrepasser ses limites. En effet, de nombreux points d'interrogation entourent les budgets étatiques, en particulier en Europe: les carnets de chèques gouvernementaux ont chauffé à plusieurs reprises ces dernières années afin de soutenir les entreprises et les ménages pendant la pandémie, puis dans le cadre de la crise énergétique. Tandis que le ralentissement économique a contraint plusieurs recettes fiscales à se contracter.

À titre d'exemple, prenons les déficits pour fin 2022, récemment publiés par Eurostat: on retrouve l'Allemagne avec un déficit de 3,8%, la France de 4,7%, et la Belgique... de 5,1%.

Qui éprouverait de l'intérêt à prêter à une entreprise en perte de 5%?

Par conséquent, la prudence s'impose lorsqu'il s'agit d'investir dans **des dettes d'États**.



✓ La diversification émergente

Pendant que les pays occidentaux, et en particulier leurs banques centrales, luttent contre l'inflation, les pays émergents, et notamment en Asie, sont en train de rouvrir leurs économies. La dette émergente peut alors représenter un moyen de diversification intéressant dans un portefeuille obligataire à condition que le profil de risque de l'investisseur le permette.

Cette situation a réveillé un produit financier relativement oublié: la branche 23. L'assurance-vie ou l'assurance-placement, également appelée «branche 23» en Belgique, offre une fiscalité particulière. Elle comporte bien sûr ses propres frais et taxes, mais est généralement exemptée de précompte mobilier. Autrefois, lorsque les taux étaient inférieurs à 1%, les investisseurs en obligations n'y voyaient pas d'avantage significatif. Ce n'est plus le cas aujourd'hui...

✓ Une fenêtre grande ouverte

Nul ne sait jusqu'à quand, mais la fenêtre obligataire est aujourd'hui grande ouverte. Si le consensus du marché se concrétise, elle peut se refermer un peu dans les 12 prochains mois. Si cela se produit, les taux pourraient diminuer. Et, pour rappel, quand les taux baissent, les prix montent...