

Belfius Convictions

Dans un monde marqué par le ralentissement économique mondial, découvrez les choix qui s'offrent aux investisseurs pour 2024 et au-delà.

La renaissance du marché obligataire suscite des interrogations : doit-on y croire ? Comment intégrer les obligations au sein d'un portefeuille diversifié ?

Comment l'inflation et la hausse des taux ont-elles sculpté le paysage des énergies alternatives ? S'agit-il de changements structurels ou d'opportunités à saisir ?

Enfin, quelles ont été les clés de la forte dispersion des performances des marchés actions mondiaux cette année et quelles sont les perspectives sur la durabilité de ces tendances ?

1. Retour sur 2023

L'année 2023 a été marquée par l'influence prépondérante des Banques Centrales sur la scène financière mondiale. À la suite de leur élan de l'année précédente, ces institutions ont pris des mesures décisives, augmentant à plusieurs reprises les taux d'intérêt et réduisant voire stoppant leurs achats de papier obligataire dans le but de contenir l'inflation. Un exercice délicat, orchestré avec la prudence nécessaire pour éviter une récession redoutée.

Dans cette lutte contre l'inflation, les résultats actuels sont encourageants, bien que la victoire totale demeure en suspens. Selon nos prévisions, les banques centrales devraient mettre fin à leur cycle de hausse des taux, prenant une pause stratégique pour évaluer les conséquences de ces mesures sur l'économie. En zone euro, l'inflation a significativement baissé, passant de près de 11% à son pic l'année dernière aux alentours de 2,4% selon les dernières estimations et aux États-Unis, de 9% à 3%. C'est une excellente nouvelle pour les investisseurs, car cela favorise une croissance économique plus stable et prévisible à long terme.

Cependant, les hausses de taux, bien qu'essentielles à long terme, peuvent engendrer des défis à court terme, fragilisant l'économie. En Europe, cet impact a été plus prononcé qu'aux États-Unis, où la consommation des ménages reste robuste, soutenue par des investissements solides des entreprises. Les marchés émergents connaissent une croissance solide, à l'exception de la Chine, secouée par une crise immobilière et une baisse de la confiance des consommateurs.

Les actions fortes des banques centrales, la croissance économique solide aux États-Unis et l'innovation croissante de l'intelligence artificielle ont suscité de l'optimisme sur les marchés cette année, contrairement à l'année dernière.

En ce qui concerne les marchés financiers, l'événement marquant de l'année est incontestablement la forte hausse des taux monétaires.

Sur le continent européen, le taux de dépôt de la BCE a atteint un sommet historique de 4%. Cette augmentation a également influencé les taux allemands à 10 ans, dépassant les 3% en octobre pour la première fois depuis 2011, avant de se stabiliser à 2,4% à la fin de novembre. Nous avons été surpris par la rapidité de la baisse des taux à 10 ans à même si nous anticipions une baisse à moyen terme avec l'affaiblissement de l'inflation.

Du côté du crédit, les indices des obligations d'entreprises de qualité ont affiché une progression honorable, augmentant d'un peu plus de 5%. Pendant ce temps, l'indice des obligations étatiques de la zone euro a enregistré une hausse d'environ 3,5% à la fin de novembre.

En ce qui concerne les marchés boursiers, des divergences significatives de performances entre les régions ont été observées tout au long de l'année, avec des différences particulièrement marquées à la fin de novembre, exprimées en euros.

Le Nasdaq 100 affiche une impressionnante hausse d'environ 43%, reléguant le S&P 500 (+17%) et le Stoxx 600 (+12%) loin derrière. Cette performance exceptionnelle sur le marché américain s'explique par la croissance robuste et la prédominance des entreprises technologiques axées sur l'intelligence artificielle, les fameuses Magnificent Seven. En revanche, les marchés émergents n'ont progressé que de 3% en euros, malgré les solides performances du Brésil, de la Corée et de Taiwan. Ces gains n'ont pas suffi à compenser la baisse enregistrée en Chine, qui a affecté l'ensemble de la région."

2. Perspectives économiques 2024 :

Une inflation qui baisse mais qui reste au-dessus des objectifs des banques centrales

La conjoncture économique mondiale actuelle se caractérise par une inflation en baisse, bien que persistant à des niveaux nettement supérieurs à ceux d'avant la pandémie de Covid-19. Cette persistance est alimentée par la demande soutenue de biens pendant la crise sanitaire, provoquant des pénuries de matières premières. Les contraintes liées à la pandémie se répercutent sur la chaîne d'approvisionnement, tandis que les coûts de transport restent élevés. Parallèlement, une crise énergétique a émergé à la suite de l'invasion en Ukraine. Aux États-Unis, le marché du travail est soumis à une pression particulière, entraînant une augmentation des salaires.

En ce qui concerne la zone euro, l'inflation a continué de ralentir globalement en novembre. Selon la première estimation d'Eurostat, le taux d'inflation dans la zone euro a enregistré une baisse, passant de 2.9% en octobre à 2.4%, atteignant son niveau le plus bas depuis juillet 2021. De même, le taux de base, excluant les prix instables des denrées alimentaires et de l'énergie, a également diminué pour atteindre son plancher depuis avril 2022, s'établissant à 3.6%, comparé à 4.2% le mois précédent. Bien que l'inflation globale ait chuté rapidement depuis août, elle devrait repartir à la hausse dans les prochains mois à cause d'effet de base. Ensuite, l'inflation globale devrait à nouveau baisser, mais il faudra plus de temps pour que l'inflation de base diminue. Cette inflation devra donc rester aux alentours de 2.9% en moyenne sur l'année, correspondant à une inflation d'environ 2.5% à la fin de l'année.

Aux États-Unis, l'inflation devrait atteindre en moyenne 4,1 % en 2023 et continuer à se normaliser pour passer sous les 3% en rythme annuel au début de l'année prochaine, convergeant vers les 2% à la fin de l'année 2024, ce qui correspond selon nous à une inflation moyenne d'environ 2.6% sur l'année. Cette anticipation repose sur le ralentissement de la croissance des prix des loyers et la normalisation des prix de l'alimentation. Sur les biens hors alimentation et énergie, la croissance des prix ralentit en raison de stocks importants. Tous ces éléments, combinés à une normalisation des salaires, devraient contribuer à un recul de l'inflation, se rapprochant des niveaux d'avant la pandémie.

Malgré une nette diminution des prix de l'énergie en zone Euro, les prix restent à des niveaux élevés, impactant tant les ménages que des pays comme l'Allemagne, fortement impliquée dans des activités industrielles énergivores. Les effets de base se font sentir sur la consommation. Par exemple, en 2019, un Européen déboursait 21 centimes par kilowattheure (KWH) consommé, alors qu'aujourd'hui, le coût s'élève à 29 centimes, représentant une hausse d'environ 40%.

Enfin, malgré les problèmes géopolitiques persistants, tels que le conflit entre l'Ukraine et la Russie et Israël-Gaza, le marché anticipe désormais une possible stabilisation, voire une baisse des tarifs énergétiques. Cependant, nous soulignons que le risque géopolitique n'est peut-être pas pleinement pris en compte, constituant ainsi un élément de risque à considérer.

Un assouplissement monétaire qui ne devrait pas arriver avec le second semestre

Avec l'inflation qui a déjà baissé mais qui persiste au-dessus des objectifs des banques centrales dans les pays développés, nous estimons que les taux directeurs ont atteint leur pic. Un assouplissement monétaire n'est probable cependant, qu'à partir de la seconde moitié de l'année, lorsque les taux d'inflation auront encore diminué pour s'aligner sur les objectifs des banques centrales. Le taux de dépôt pour la zone Euro devrait alors se stabiliser à 3,5% d'ici la fin de l'année prochaine. Comme le souligne Nagel, Président de la Bundesbank : « il (est) beaucoup trop tôt pour déclarer la victoire sur les taux élevés d'inflation, une escalade des tensions géopolitiques pourrait impliquer une inflation plus élevée », inflation qu'il qualifie de « bête obstinée et avide ». Aux États-Unis, les taux directeurs devraient suivre la même tendance, passant de 5,25%-5,5% à 4,75%-5%.

Du côté de la croissance, pas de récession, mais un ralentissement mondial.

Etats-Unis

L'économie américaine a surpris par sa résilience cette année surpassant les attentes de croissance des économistes. Le troisième trimestre a été en forte hausse avec une croissance annualisée de 5,2%. Cette performance exceptionnelle était soutenue par une consommation des ménages robuste et une croissance des stocks. Cependant, cette période favorable semble toucher à sa fin, car la croissance devrait ralentir mécaniquement sous le coup du resserrement monétaire agressif des 18 derniers mois, exerçant une pression plus forte sur la demande pendant l'hiver et le premier semestre de 2024.

Jusqu'ici les ventes au détail ont été bien mieux orientées qu'en zone euro et leur hausse solide a contribué à la croissance de la consommation et à la résilience de l'économie en 2023. Cependant, nous anticipons déjà un ralentissement des dépenses des consommateurs à partir du quatrième trimestre. En effet, le surplus d'épargne lié à la période de la Covid a presque disparu, chutant à seulement 3,8%. Les conditions des cartes de crédit se sont fortement resserrées pour les ménages en raison de la hausse des défauts, avec des taux associés au « crédit revolving » dépassant largement les 20%, entravant également la consommation. En outre, la normalisation du marché de l'emploi et un affaiblissement du sentiment des ménages sont perceptibles en raison de l'augmentation des prix de l'essence.

L'activité industrielle aux États-Unis montre déjà des signes de ralentissement, principalement en raison de stocks élevés, tandis que l'activité des services, bien qu'en baisse, résiste encore. Malgré les défis anticipés, des aspects positifs persistent : les bilans des entreprises demeurent sains, le taux d'emploi reste élevé. De plus, les investissements privés, notamment dans le domaine de la technologie, devraient connaître une reprise.

Dans ce contexte, la croissance devrait se maintenir à environ 2,4% en moyenne cette année et atterrir en douceur sur un niveau de 1,1% l'année prochaine.

Eurozone

En zone euro, les risques à la baisse pour la croissance économique s'intensifient en raison du maintien du repli des indicateurs avancés, tels que les enquêtes auprès des responsables d'achat, et des incertitudes géopolitiques. Ces incertitudes pourraient entraîner des hausses de coûts énergétiques, particulièrement préjudiciables pour ce continent hautement dépendant des importations énergétiques.

L'indice PMI composite de la zone euro a enregistré un nouveau creux cyclique au début du quatrième trimestre, annulant la légère reprise observée à la fin du troisième trimestre. Cette tendance à la baisse a touché à la fois le secteur manufacturier et les services, l'indice manufacturier principal demeurant inférieur à 50 dans chacune des quatre principales économies de la zone euro, l'Allemagne affichant la plus faible activité.

Le secteur de la construction et de l'immobilier reste particulièrement préoccupant, surtout en Allemagne, où des annulations et des absences de commandes atteignent des niveaux records depuis l'existence de l'indicateur IFO en 1991. Les prix immobiliers continuent de chuter de 10% en rythme annuel, une tendance qui pourrait s'étendre à l'ensemble de l'Europe.

La faiblesse de la demande domestique n'est pas compensée par la demande internationale, car les échanges mondiaux demeurent faibles dans une perspective historique. Bien que les activités de services soient moins impactées que les activités industrielles, elles restent tout de même en difficulté. La hausse des taux entraîne une contraction du crédit tant pour les particuliers que pour les entreprises, tandis que les prix de l'immobilier pèsent sur un moral déjà bas.

Les dépenses des ménages ont été faibles en 2023, mais dans un marché de l'emploi résistant, les consommateurs devraient bénéficier de la baisse de l'inflation et de la croissance des revenus réels à l'avenir. Ces éléments pourraient permettre à la zone euro d'atteindre une croissance moyenne de 0,9%, une récession technique est possible cependant.

Chine

En Chine, les dernières données confirment une période économique délicate. Les entreprises manufacturières font face à des défis dus à une demande mondiale faible, comme indiqué par les enquêtes auprès des directeurs d'achat.

Le secteur immobilier est également source de préoccupation, avec des transactions en baisse et des prix sous pression, influençant négativement la confiance des ménages. Cette tendance à long terme devrait perdurer en 2024.

D'autres problèmes, tels que le vieillissement de la population, ont des impacts structurels sur la productivité. De plus, en raison de contextes nationaux et géopolitiques, de plus en plus d'entreprises choisissent d'investir à l'extérieur de la Chine ou quittent le pays. En 2023, les investissements directs étrangers ont même été inférieurs aux sorties de capitaux pour la première fois depuis 1998.

Face à ces défis, les autorités chinoises ont réagi en augmentant le plafond du déficit pour 2023, le portant de 3% à 3,8%. Cela vise à soutenir les promoteurs immobiliers et les dépenses d'infrastructures jusqu'à la fin du premier semestre de 2024. De plus, la politique monétaire reste accommodante en raison de l'absence d'inflation, qui reste inférieure ou égale à 1% depuis près de deux ans.

Bien que la Chine devrait atteindre une croissance de 5,0% en 2023, en ligne avec ses objectifs, nous anticipons un probable ralentissement en 2024, avec une estimation autour de 4,5%.

3. Nos Convictions d'investissement pour l'année à venir :

Conviction #1 : Plus d'obligations en portefeuille

À la fin de 2021, alors que les taux allemands à 10 ans affichaient environ -0,5% et les taux américains étaient modestes, aux alentours de 1,5%, le concept du TINA (There Is No Alternative - Il n'y a pas d'alternative aux marchés d'actions) était à l'ordre du jour. Aujourd'hui, avec des taux plus élevés, respectivement à 2,4% pour les obligations allemandes et à 4,3% pour les bons du Trésor américains à 10 ans, il y a une alternative aux marchés d'actions, à savoir le marché obligataire.

C'est ainsi que, dans la composante obligataire de nos portefeuilles, nous avons méthodiquement constitué des positions dans la zone euro depuis la fin de l'année dernière, renforçant ces investissements de manière significative en juillet et à l'automne de cette année. Nous avons misé sur des obligations d'entreprises de qualité et des obligations d'État, anticipant une baisse des taux d'intérêt. Cette stratégie a porté ses fruits offrant un rendement positif, surpassant même les investissements dits "alternatifs", que nous avons progressivement réduits au fil du temps.

De plus, nous saisissons les opportunités de hausse des taux pour prolonger la maturité de nos obligations en portefeuille. Cette démarche vise à garantir un rendement moyen élevé sur une période prolongée, tout en anticipant une baisse des taux d'intérêt lorsque l'inflation ralentira davantage. Cette stratégie offre aussi une protection supplémentaire en cas de ralentissement économique plus marqué que prévu.

Enfin, il est à noter que bien que l'idée de conserver des liquidités puisse sembler séduisante, elle s'avère en réalité être une illusion financière. Les fonds placés à des taux élevés aujourd'hui encourent le risque de ne pas pouvoir être réinvestis à un niveau aussi favorable à l'avenir, exposant ainsi les investisseurs au risque communément appelé le « risque de réinvestissement ».

En conclusion, les avantages de notre choix stratégique obligataire ne sont peut-être pas encore pleinement visibles dans nos portefeuilles, mais avec un peu de patience, nous sommes convaincus que les performances de nos investissements finiront par se matérialiser.

Conviction #2 : Les obligations d'entreprise de bonne qualité

Dans notre allocation obligataire, nous maintenons une nette préférence pour les obligations d'entreprise de haute qualité qui ont historiquement bien performé dans un contexte de risque macro-économique élevé, caractérisé par une croissance modeste et des perspectives de baisse des taux à moyen terme, comme c'est le cas aujourd'hui. Nous anticipons un rendement d'environ 4 % brut sur une période de 5 ans pour cette composante du portefeuille.

À l'avenir, en fonction de l'évolution de la croissance économique et des ajustements de politique monétaire, nous envisagerons également d'exposer la partie obligataire du portefeuille à des obligations à haut rendement. Cependant, cela demeure prématuré actuellement, car en période de ralentissement macro-économique, les risques de défauts restent élevés.

Conviction #3 : Neutre sur les marchés actions

Après avoir été surpondéré en début d'année, nous avons profité des rebonds de marché et pris plusieurs fois des profits. Maintenant nous avons une position neutre depuis mai.

En ce qui concerne cette allocation, deux facteurs entrent en jeu. Le premier est teinté de prudence, car malgré notre absence d'anticipation d'une récession économique, nous prévoyons une baisse des bénéfices des entreprises pour les prochains mois. Le second, quant à lui, apporte plus d'optimisme : bien que les évaluations des marchés boursiers mondiaux puissent sembler élevées à court terme, surtout en comparaison avec les taux d'intérêt, elles deviennent plus attractives à moyen terme, en prenant en considération une reprise des profits à venir.

Dans cette perspective, notre objectif premier est de privilégier des actions de qualité caractérisées par un faible niveau d'endettement et bénéficiant d'une croissance structurelle. En 2024, en fonction des ajustements des politiques monétaires, nous pourrions envisager un réajustement vers des secteurs plus cycliques tels que l'immobilier. Cependant, à ce stade du cycle, cette démarche reste encore prématurée.

Conviction#4 : Au sein du marché des actions, nous préférons les États-Unis à l'Europe.

Nous préférons les États-Unis en raison de la résilience attendue de leurs indices, moins soumis aux cycles économiques et portés par l'innovation, en particulier l'intelligence artificielle. La composition des indices Européens est quant à elle teintée de cyclicité, avec des secteurs comme par exemple les matériaux, les industrielles qui sont plus exposés au ralentissement du cycle économique.

Nous avons également en ce sens réduit notre exposition aux marchés émergents et réalloué les fonds provenant de nos ventes vers les actions américaines à l'automne. L'indice des marchés émergents a connu une croissance positive cette année, atteignant 4% en euros, mais cette hausse a été limitée, impactant ainsi notre performance relative.

En juin, nous avons diminué notre exposition à la Chine en raison d'une reprise décevante post-Covid. Actuellement, une incertitude importante persiste sur ce marché, tant au niveau géopolitique qu'économique, en raison de la crise immobilière, rendant improbable une reprise significative. Ainsi, les investisseurs se tournent davantage vers d'autres marchés émergents tels que le Brésil, la Corée ou Taiwan, où nous réalisons désormais des bénéfices.

Conviction#5 : le thème de la transition énergétique

Nos convictions en faveur de la Révolution Verte demeurent robustes malgré les turbulences estivales. Entre juin et septembre, les actions associées à ce thème ont connu une sous-performance notable par rapport aux indices boursiers généraux. Par exemple, le panier d'actions « Sustainable Energy » de Citigroup a affiché une baisse de 8 % par rapport aux indices mondiaux. Durant cette période d'inquiétude, les investisseurs ont massivement vendu leurs fonds d'énergie verte, accentuant la pression sur ces actions. Nous considérons cette situation comme une période de capitulation, où des actions de qualité sont sacrifiées simplement en raison de leur appartenance au secteur. Historiquement, de tels moments ont été propices pour se repositionner, c'est pourquoi nous maintenons et avons même accru ce thème dans nos portefeuilles.

Enfin, les facteurs déterminants de la performance à long terme restent intacts. Tout d'abord, face à l'impact économique mondial du changement climatique et des pertes considérables non assurées, la récente guerre en Ukraine a souligné notre vulnérabilité aux combustibles fossiles, affectant la croissance et la compétitivité de l'Union européenne. Il est donc impératif de diversifier nos sources d'énergie.

De plus, cette transition exige une innovation significative, de l'efficacité énergétique à l'électrification des transports et aux énergies renouvelables. Les objectifs ambitieux de l'UE et des États-Unis renforcent le soutien financier nécessaire à ces développements.

Dans ce cadre, les valorisations attractives, une croissance solide et des opportunités découlant d'une stabilisation des taux d'intérêt font de la transition énergétique un domaine d'investissement prometteur, accentué par le rôle croissant des acquisitions.

Conviction#6 : Les soins de santé

Nous maintenons ce thème en portefeuille malgré une légère performance négative de l'indice MSCI World Healthcare depuis le début de l'année. La croissance robuste aux États-Unis et l'émergence de l'intelligence artificielle ont attiré les investisseurs vers d'autres secteurs. Mais notre thème sur la santé reste pertinent en période de ralentissement avec une demande non élastique et une croissance structurelle liée au vieillissement de la population. Ce thème bénéficie également d'une valorisation raisonnable à 17 fois les bénéfices attendus

Conviction#7 : la technologie

Notre privilégions les actions technologiques américaines, malgré des valorisations qui paraissent élevées, à 25 fois les bénéfices attendus en raison des opportunités de croissance qu'elles offrent. Ces entreprises affichent une rentabilité remarquable, avec les Magnificent Seven offrant une marge nette de 25% et un rendement pour l'actionnaire de 44%. Par ailleurs, les fabricants de semi-conducteurs transforment les tensions géopolitiques actuelles entre la Chine et les États-Unis en autant d'opportunités de croissance.

3. Nos messages clés :

Inflation et Taux :

La maîtrise de l'inflation excessive semble être en bonne voie, et les Banques Centrales n'ont plus de motifs pour poursuivre l'augmentation de leurs taux directeurs. L'économie devrait ralentir encore un peu à court terme. Les taux longs devraient donc plafonner puis rebaisser.

Obligations :

La récente baisse des taux a soutenu la performance des marchés obligataires, en particulier ceux des entreprises de qualité, affichant des résultats très honorables. Avec des taux d'intérêt encore élevés dans une perspective historique, cette classe d'actifs offre encore des opportunités d'investissement. Nous conseillons aux investisseurs de ne pas se concentrer uniquement sur les maturités les plus courtes et de compléter leurs investissements lors des périodes de hausses de taux, anticipant ainsi un possible tassement des taux dans les mois à venir.

Actions :

Aujourd'hui, notre approche demeure sélective, mettant l'accent sur les États-Unis et les secteurs moins cycliques tels que la santé, en réponse à un ralentissement économique en douceur. La Révolution Verte offre également des opportunités, avec des perspectives de croissance attrayantes et des valorisations devenues plus attractives après l'impact de la hausse des taux. Enfin, l'Intelligence Artificielle, bien que certaines valeurs aient connu une hausse au premier semestre, conserve un formidable potentiel. La technologie est considérée comme un vecteur de performance pour 2024, une fois de plus de manière sélective.

En résumé, nos convictions se résument en 3 axes :

1. **Saisir les opportunités obligataires** : diversifier les maturités, en mettant l'accent sur les émetteurs privés de qualité.
2. **Plonger dans la révolution de l'Intelligence Artificielle et de la technologie** au sens large pour capitaliser sur la nouvelle ère industrielle.
3. **Se protéger contre le ralentissement économique** en investissant dans des thèmes résilients tels que la Santé et la Révolution Verte.