

MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI Emerging Markets négatif en 2021
La Chine pèse sur le sentiment

► 12

L'Investisseur

11 janvier 2022
www.investisseur.be

OBLIGATIONS

2021, une année à deux visages

2022 sera difficile sur toute la ligne

► 14

► 2 **Le taux déterminant**

Une hausse des taux est à prévoir, mais nous ne prévoyons pas de forte hausse

► 3 **Inflation**

La corrélation entre une inflation - pourtant durablement - plus élevée et les taux longs a totalement disparu.

► 4 **Valeurs de rendement**

Outre un dividende appréciable, elles disposent d'un potentiel haussier supérieur à la moyenne

► 4 **Value à contre-courant**

De la value, également et surtout pour les valeurs non-indicielles, dans un cycle haussier durable

► 5 **Potentiels trouble-fêtes**

Valorisations élevées, petits accidents, flux d'argent changeants, problèmes géopolitiques...

► 7 **INV Portefeuille**

Aperçu de nos attentes pour chaque valeur individuelle du portefeuille

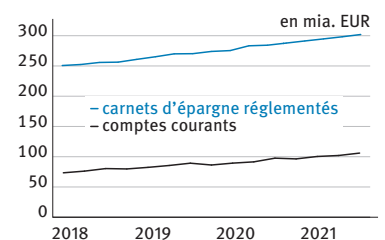
Des choix ciblés

‘Les épargnants belges ont perdu 22 mia. EUR de pouvoir d’achat’, titrait en première page le 1er numéro du journal *L’Echo* de cette année. C’est le résultat d’une inflation d’environ 5,5%, alors que 400 mia. EUR (300 mia. EUR sur les comptes d’épargne et 100 mia. EUR sur les comptes courants) n’ont pratiquement rien rapporté en 2022. Et on ne tient pas compte du marché obligataire, qui n’est finalement pas un petit marché. Les taux réels négatifs sont monnaie courante depuis la Grande Récession de 2009 (suite à la crise immobilière et bancaire de 2008). Nous avons toujours prévenu que la répression financière, la politique délibérée des banquiers centraux de maintenir les taux sous l’inflation, conduit à un appauvrissement général des épargnants. **Mais ce n’est que depuis que l’inflation a grimpé en flèche l’an dernier que plus de gens prennent conscience de cette perte de richesse.** Dans notre numéro de stratégie de l’an dernier, nous avons averti que l’inflation était sous-estimée en tant que menace et que l’inflation pourrait bien devenir le thème de 2021. Au premier semestre 2022, l’inflation élevée continuera de dominer la presse financière.

L’inflation a longtemps été considérée par les banquiers centraux comme ‘temporaire et transitoire’. Un discours dont on est désormais beaucoup moins convaincu. Dans tous les cas, le

consommateur/épargnant est la victime. Pour maintenir son pouvoir d’achat, il économise encore plus, pour voir cette tirelire s’évaporer encore plus en valeur. **TINA a donc fait place à ‘TRINA : There Really Is No Alternative’.** De plus en plus de personnes trouvent leur chemin vers la bourse. Pour la plupart des personnes, cela signifie en pratique un investissement via des trackers/fonds. **Ils achètent du coup automatiquement des grandes valeurs indicielles dont les valorisations ont généralement déjà augmenté.** De nouveaux flux d’argent pourraient faire grimper les actions concernées, mais les valorisations accrues limitent le potentiel à moyen/long terme. Ailleurs, il y a encore des actions intéressantes et donc dignes d’achat. Nous dévelop-

LES COMPTES COURANTS/D'ÉPARGNE GONFLENT



pons ces remarques et d’autres dans les pages suivantes de ce premier numéro stratégique de l’année. Une année au cours de laquelle des choix ciblés seront payants.

LES TAUX DÉTERMINANTS

Comme toujours, la tendance des taux est un facteur important pour les bourses. Après des décennies de taux de plus en plus bas, **un changement dans cette tendance peut temporairement provoquer des turbulences**. Nous en avons eu un avant-goût jeudi dernier, après qu'il soit apparu que la Réserve fédérale envisage un resserrement monétaire plus tôt que prévu. Dans la rubrique 'Obligations & devises', la politique attendue des banquiers centraux dans le monde est discutée plus en

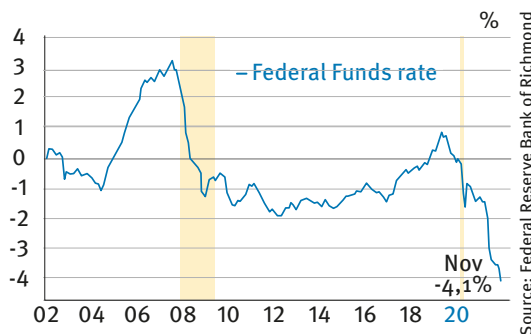
EVOLUTION DETTE D'ÉTAT USA

	dette*	Dettes/PIB
2007	9,23	63%
2008	10,7	73%
2009	12,3	84%
2010	14,0	92%
2011	15,2	96%
2012	16,4	100%
2013	17,2	100%
2014	18,1	102%
2015	18,9	103%
2016	20,0	105%
2017	20,5	103%
2018	22,0	106%
2019	23,2	107%
2020	27,7	129%
2021	29,5	127%

* en 1000 mia. USD

détail. Cela a principalement un impact sur les taux courts. Il ne faut pas s'étonner que ce taux soit quelque peu relevé, compte tenu de la hausse de l'inflation et de la croissance économique considérable. Comme indiqué sur le graphique, le taux directeur américain en termes réels (= qui

LE TAUX COURT USA TRÈS NÉGATIF EN TERMES RÉELS



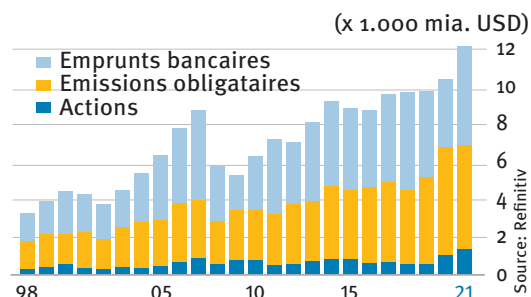
tient compte de l'inflation) reste historiquement bas, et même très négatif. De toute évidence, l'évolution de l'inflation est une composante importante de ce résultat.

Pour les bourses, l'**évolution (attendue) des taux longs est bien plus importante**. En théorie, la valeur actuelle d'une entreprise est celle de ses bénéfices futurs actualisés au présent. Si cette actualisation est effectuée à des taux plus élevés, cela implique une valeur actuelle inférieure. Pour des valeurs de croissance surtout, dont les bénéfices se situent principalement dans le futur, la différence peut être de taille. Il est logique que les technologiques et les valeurs de croissance en général se soient bien comportées ces dernières décennies pour cette raison. Mais il sera tout aussi logique qu'une partie de ces super profits devront être 'restitués' en cas de hausse des taux longs.

La question clé est de savoir comment évoluera le taux long? Le taux à 10 ans américain a déjà atteint son plus haut niveau depuis 2020. Il y a une résistance vers 2%, mais il n'est pas impossible que ce taux augmente fortement entre-temps. Cela pourrait constituer une opportunité d'achat pour l'investisseur obligataire. **Structurellement, nous ne voyons pas des taux (élevés) comme avant la crise bancaire.** C'est surtout dû à la montagne

élevée de dettes. Le tableau montre que le taux d'endettement (dettes/PIB) a fortement augmenté. Vu les nombreux projets d'infrastructures et les dépenses nécessaires dans le cadre de la lutte contre le réchauffement climatique, nous voyons la dette s'accroître encore. Chaque pour cent de taux plus élevés signifie une meule supplémentaire autour du cou du gouvernement. Afin de gérer les dettes

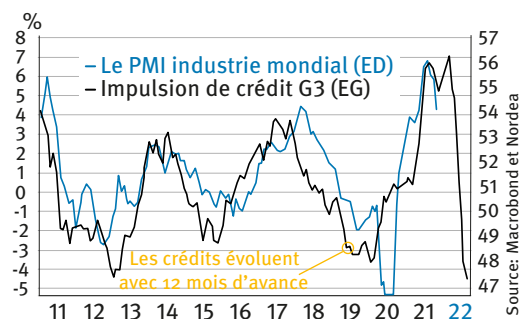
LES ENTREPRISES LÈVENT DES MONTANTS RECORDS



et d'éviter un effet boule de neige, les banquiers centraux veilleront à ce qu'il n'y ait pas de dérapage.

Nous ne nous attendons toutefois pas à de très fortes hausses des taux. En effet, nous voyons la forte croissance économique de 2021 s'affaiblir cette année. La constitution de stocks et le raccourcissement des délais de livraison continueront de stimuler la croissance économique, mais un resserrement de la politique monétaire et des conditions de crédit moins favorables

VERS UN RALENTISSEMENT DE L'ÉCONOMIE?



ralentiront néanmoins quelque peu la croissance. Le graphique montre la forte corrélation entre les 'impulsions de crédit' et l'indice PMI. Le graphique **suggère clairement un ralentissement de l'activité économique. Si cela se manifeste réellement, cela aura plus probablement un effet dépressif sur le taux long.**

En Europe, les taux longs sont encore négatifs dans de nombreux pays. Mais là aussi la tendance baissière s'est arrêtée et une hausse au regard de l'inflation et de la croissance économique ne serait pas anormale. **Même avec une hausse de 100 pb (1%) du taux à 10 ans, les conditions**

restent fort attractives. Comme le montre le graphique, les entreprises du monde entier ont profité des faibles taux en 2021. Ceux qui n'ont pas encore profité des taux exceptionnellement bas pour s'offrir un financement bon marché sur une plus longue période ont commis une bêtise stratégique. Le graphique montre également

que de nombreuses actions nouvelles ont été émises, profitant de la hausse des valorisations. Quoi qu'il en soit, les intérêts (capital) sont un poste de coût important, au même titre que le main-d'oeuvre et les matières premières. Le vent arrière de dépenses d'intérêts toujours plus faibles (du moins en termes de %) est en train de

disparaître, mais nous ne prévoyons pas de fort vent contraire pour le moment. Le taux long est important non seulement en tant qu'élément de coût, mais également **en tant que mesure de valorisation des classes d'actifs.** En effet, à un taux plus élevé, les obligations deviennent relativement plus attractives que les actions,

INFLATION: où va-t-elle?

Pendant des années, les banquiers centraux ont visé en vain une inflation proche de 2%. Ni les taux nuls, ni l'achat massif d'obligations d'État et d'entreprises n'ont permis d'y parvenir. Il était même plutôt question de lutter contre la déflation, une spirale de baisse des prix. Vu que les banques centrales n'y arrivaient pas, de nombreuses mesures d'assouplissement ont été prises. Cependant, 'l'inflation' se limitait à certaines classes d'actifs, comme l'immobilier, les valeurs de croissance et les actifs spéculatifs tels que les crypto-monnaies. En effet, **l'argent créé ne s'infiltrait pas dans l'économie réelle. Cependant, cela a changé depuis la crise Covid.** Les gouvernements ont été contraints de faire fi de toutes les normes de budgétisation. De l'argent réel a été injecté dans l'économie par le biais de mesures de soutien et de dépenses supplémentaires. Cela a généré une reprise étonnamment forte de la demande des consommateurs, alors que la plupart des entreprises anticipaient une baisse de la demande en raison de la courbe implosion liée au Covid. Une demande (plus) élevée, associée à une offre (plus) limitée, a entraîné des augmentations de prix

importantes pour la plupart des matières premières et certains produits semi-finis.

De plus, en raison du Covid, certaines usines n'ont pas pu travailler à plein régime suite à l'absence d'employés en maladie. On notait une congestion dans les ports, de sorte que la chaîne d'approvisionnement s'est également heurtée à des problèmes. La relance économique spectaculaire a rendu le transport de conteneurs fort cher, tandis que les coûts d'emballage ont également monté en flèche. Comme il s'agit d'éléments qui se résoudront avec le temps, les banquiers centraux ont longtemps supposé que la poussée de l'inflation serait 'transitoire'. Ils ne le pensent plus désormais, bien qu'ils s'attendent toujours à une 'normalisation' à un peu plus long terme.

Nous anticipons également un affaiblissement de l'inflation en cours d'année, mais craignons que la hausse des prix sera désormais structurellement plus élevée qu'on le pense généralement.

Premièrement, les prix de production plus élevés ne se sont pas encore entièrement répercutés sur le consommateur. On n'observe d'ailleurs pas de baisse brutale du prix de certaines matières premières: des investissements structurellement faibles et la transition énergétique maintiendront le **prix du pétrole à un niveau élevé** et le feront éventuellement grimper encore. La hausse des prix à la consommation se traduit de plus en plus par une **inflation des salaires**, d'autant plus que le marché du travail

est tendu. Cela signifie des coûts plus élevés pour les entreprises, qui voudront à nouveau les répercuter sur le client. Une spirale qui contrebalancera les facteurs 'normalisateurs' de l'inflation pendant un certain temps encore. De plus, les entreprises se sentaient vulnérables en raison des problèmes logistiques: des stocks plus élevés ou une production plus proche de chez eux augmentent également les coûts (et donc l'inflation). Les investissements dans le verdissement pour atteindre les objectifs climatiques font également grimper les coûts.

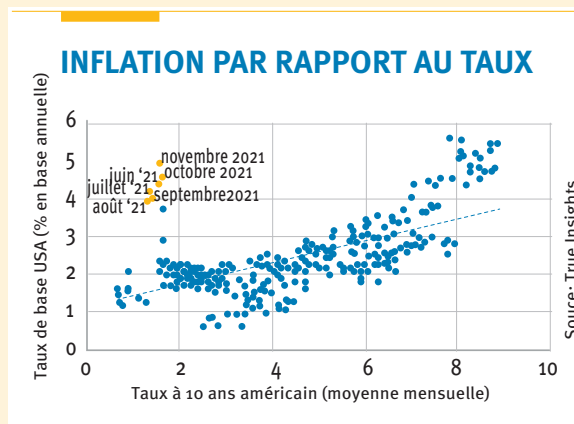
POINTS D'ATTENTION

► **Une petite variation de l'offre et/ou de la demande peut entraîner une variation importante du prix concerné.**

► **L'inflation restera un thème important en 2022: même si elle s'affaiblira en cours d'année, elle sera significativement et structurellement plus élevée qu'avant.**

► **Il existe normalement une forte corrélation entre l'inflation et les taux longs. En effet, l'inflation est un danger que les investisseurs souhaitent voir compensé. Actuellement, cette relation logique (voir graphique) a disparu, en partie en raison de la politique des banques centrales. Néanmoins, nous prévoyons un rapprochement: du fait des excès d'inflation qui s'atténueront quelque peu, et d'une légère remontée des taux longs.**

► **Mais l'inflation restera supérieure aux taux. Les taux réels resteront donc négatifs, de sorte que la répression financière se poursuivra. Ici aussi, nous voyons des forces qui fonctionnent à la fois positivement et négativement. Au final, c'est toujours positif, mais ce sera accompagné d'une volatilité plus élevée.**

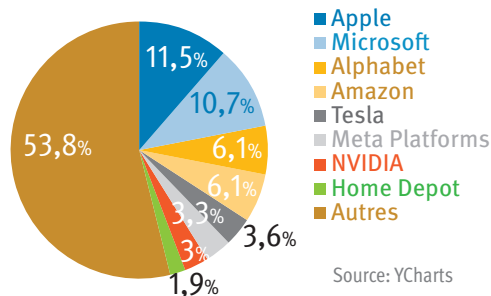


ce qui peut déclencher un flux d'argent d'une classe d'actif à l'autre. La simple attente qu'une telle chose puisse se produire peut provoquer des turbulences sur les bourses dans l'intervalle. On s'attend donc à une **volatilité accrue. Mais qui offre des opportunités en attendant.** Car c'est là que l'inflation vient au secours des bourses. En effet, le taux réel reste négatif. Ainsi, les actions d'entreprises qui génèrent un cash-flow (libre) supérieur à l'inflation restent par définition plus attractives. Et **les gens prennent de plus en plus conscience que le pouvoir d'achat de leur épargne s'évapore à un rythme infernal.** Les comptes d'épargne, les comptes à terme ou les obligations n'offrent aucun réconfort. Pour l'instant, cela continuera également à assurer un flux d'argent vers les actions, soutenant la tendance haussière des bourses. Le taux est donc un facteur qui peut influencer à la fois positivement et négativement en 2022.

LES VALEURS DE RENDEMENT CONTINUENT À AVOIR LA COTE

Une hausse limitée du taux long ne doit pas nécessairement être préjudiciable aux valeurs de rendement. En effet, un certain nombre de 'nouveaux' investisseurs recherchent une **alternative à leurs investissements traditionnels à revenu fixe.** Les retraités à la recherche d'un revenu supplémentaire s'intéressent donc automatiquement aux valeurs de rendement. De plus, dans le cas d'une 'normalisation' de l'inflation vers 2 à 3%, le rendement des dividendes est suffisant pour compenser l'inflation. De plus, en raison de leur attractivité et de leur valorisation parfois faible,

RUSSELL 1000 GROWTH



les actions à dividendes élevés offrent également un potentiel haussier supérieur à la moyenne. En 2022, cela pourrait même permettre à des actions de secteurs malmenés à se distinguer. Pensons ainsi au secteur télécom, où les rendements dividendaires de 5% et plus sont monnaie courante. Ou le segment de l'immobilier commercial (magasins) fortement sanctionné, où il est souvent possible d'obtenir 7 à 8% bruts. Le secteur financier offre également des dividendes généreux et, en termes de rentabilité, bénéficie également de la hausse des taux: du 'win-win'. **Rétribuer les actionnaires peut également se faire par le biais de rachats d'actions propres.** Pas de cash dans ce cas, mais le bénéfice doit alors être divisé par un nombre d'actions moindre (les actions achetées sont généralement détruites). Cela ne devient vraiment intéressant que si ces achats sont opérés à bas prix. Ces achats sont généralement aussi une indication d'un bilan sain de l'entreprise. Et c'est extrêmement important dans ce pilier d'investissement: **des dividendes élevés qui ne sont pas soutenables en raison d'un bilan faible ne devraient pas attirer votre attention.**

DE LA VALUE À CONTRE-COURANT

Les dernières années ont été éprouvantes pour les investisseurs axés sur la 'value'. En effet, ces valeurs ont (beaucoup) moins bien performé que les valeurs de croissance. En fait, étant donné que de nombreux indices boursiers contiennent de grosses pointures technologiques, il était même impossible de faire mieux que le 'marché'. Cela ne servait à rien d'opter pour de la valeur tangible à contre-courant, tout simplement parce que le marché n'avait d'yeux que pour la croissance. Des temps relativement difficiles pour les 'bons pères de famille'. Cependant, au cours de l'année écoulée - surtout vers la fin de l'année - l'écart ne s'est plus creusé. **Ces dernières semaines, les valeurs de croissance sont devenues plus vulnérables (en raison des craintes de hausse des taux), ce qui a profité à la value. Nous voyons cette tendance**

POINTS D'ATTENTION:

► **Le risque de charges d'intérêt plus élevées pour les sociétés est limité en raison de l'anticipation, mais n'est plus un vent favorable pour des bénéfices plus élevés.**

► **Le changement de politique monétaire et l'ampleur de ses surprises peuvent provoquer entre-temps d'importantes turbulences en bourses.**

► **Cependant, les taux restent négatifs et garantissent un flux continu d'argent vers les bourses.**

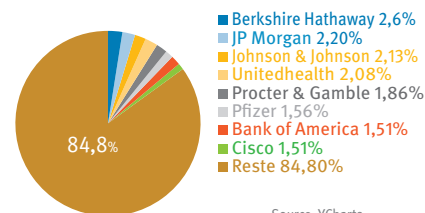
► **Les corrections intermédiaires restent donc des opportunités d'achat...**

► **... mais pour les actions de croissance à prix élevé, soyez plus prudent avec le réflexe d'achat sur repli.**

relativement récente se poursuivre en 2022.

Après des années passées dans l'ombre, la redécouverte durera probablement plus longtemps. Les valorisations sont en tout cas plus attractives pour la 'value', et elles sont moins vulnérables à d'éventuelles déceptions (une forte croissance attendue qui ne se réalise pas). C'est aussi quelque chose à surveiller au niveau indiciel. Le graphique montre une grande différence entre l'indice de croissance Russel 1000 et l'indice value Russel 1000, tous deux composés de 1.000 actions. Une correction d'un des grands noms de l'indice Growth (Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Facebook...) aurait un impact majeur sur le cours de l'indice. Dans l'indice Value, la plus grande valeur (Berkshire Hathaway) ne pèse que 2%. La diversification est donc bien plus saine. Cela

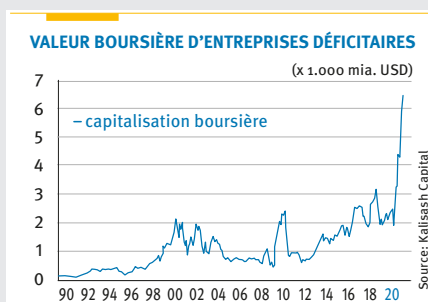
RUSSELL 1000 VALUE



TROUBLE-FÊTES POTENTIELS

Beaucoup font une tentative, mais il est impossible de prédire l'évolution des bourses en 2022. Les facteurs sous-jacents sont toujours positifs, mais certains peuvent provoquer des turbulences en temps. Quelques trouble-fêtes possibles:

► **les valorisations élevées:** cela ne s'applique pas à tous les titres ou secteurs, mais les prises de bénéfices - déclenchées, par exemple, par la hausse des taux - toucheraient l'ensemble des bourses, même si l'on s'attend à une certaine forme de **rotation**. Pour la bourse américaine, l'indice 'Shiller CAPE' (le ratio C/B sur plusieurs années pour filtrer l'impact des cycles économiques) n'aura été que deux fois plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui: avant



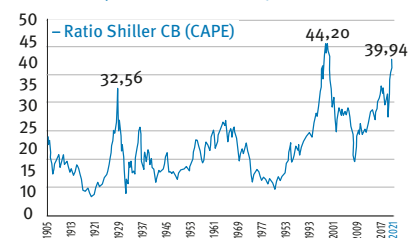
l'éclatement de la bulle technologique en 2000 et en 1929.

► **Les excès conduisent plus facilement à des 'accidents'.** Jamais auparavant autant d'argent n'avait été investi dans des sociétés déficitaires. C'est même un multiple des records précédents. Les entreprises déficitaires constituent une promesse pour l'avenir, mais celle-ci n'est pas toujours tenue.

► Les flux d'argent vers les bourses ne sont jamais linéaires. **L'an dernier, plus de 1.000 mia. USD ont afflué** vers les marchés d'actions. Selon les calculs de *Goldman Sachs*, c'est plus qu'au cours des 19 années précédentes combinées. C'est le résultat de la popularité croissante des investissements en actions: à court terme cela peut constituer l'un des moteurs, mais à plus long terme un **contre-indicateur**. En effet, si tout le monde est enthousiasmé par la bourse, c'est à ce moment-là qu'il faut se méfier.

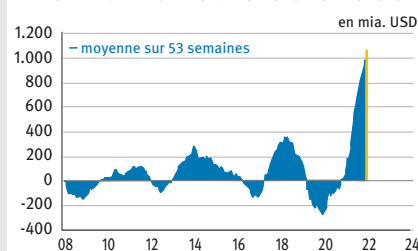
► Les prix des denrées alimentaires et de l'énergie ont fortement augmenté. Dans le passé, cela a souvent été le terreau de protestations populaires locales et de **conflits géopolitiques**. La mesure dans laquelle ceux-ci surprennent et ont de l'importance pour l'Occident déterminera l'impact

LA RATIO C/B SHILLER HISTORIQUEMENT ÉLEVÉ



potentiel sur les marchés boursiers. Les conflits géopolitiques entre grandes puissances (Russie/Ukraine, Iran/États-Unis, Chine/États-Unis, Turquie, Corée du Nord, une recrudescence du terrorisme...) peuvent toujours gâcher l'ambiance en attendant.

FLUX D'ARGENT MONDIAUX VERS LES FONDS D'ACTION



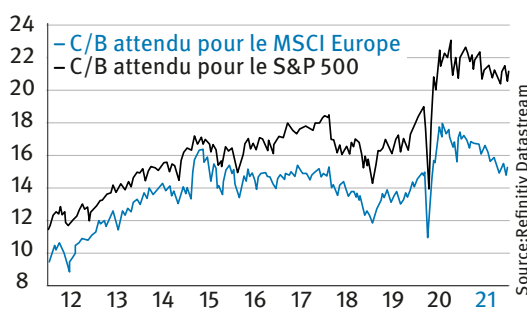
ne signifie pas forcément que les valeurs de croissance (e.a. technos) doivent être évitées. En effet, la technologie est souvent la base de la croissance future. En attendant, les aberrations du marché y offriront également des opportunités d'achat, mais en général, ce n'est pas le moment d'amasser des technologiques en masse. Des moments plus appropriés se présenteront pour cela. De la 'value' (ou, disons, des valorisations

faibles), on la trouve également chez de nombreuses **petites et moyennes entreprises** qui n'ont pas (encore) été propulsées à la hausse par les investisseurs indiciels. Dans la partie la plus mature d'un cycle boursier haussier, les gens recherchent invariablement les retardataires, d'autant plus que les banques/bourses recommencent à suivre les petites et moyennes sociétés en raison de la popularité croissante des

actions. Il est alors important en tant qu'investisseur d'anticiper cela, car dès que les actions concernées sont redécouvertes, elles peuvent rapidement grimper. La value est plus facile à trouver près de chez soi, même parmi les plus grandes actions: en termes de ratio cours/bénéfice, l'indice MSCI Europe est plus d'un quart moins cher que le S&P500. **C'est d'ailleurs sur le segment de la value que l'on**

attend le plus d'OPA en 2022: c'est en effet là que l'on trouve le plus de synergies (d'une logique industrielle) et le plus grand potentiel de création de valeur pour les groupes de private equity.

LES RATIOS DE VALORISATIONS ONT BAISSÉ



POINTS D'ATTENTION

► un rendement dividendaire élevé est parfois une indication de value et une source de potentiel haussier supérieur à la moyenne. Un bilan assez solide est essentiel.

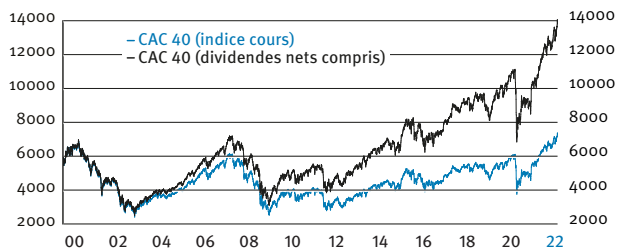
► les valeurs de la 'vieille économie' pourraient bien se réveiller.

► la value est prête pour une plus longue période de surperformance, et aussi moins vulnérable.

► Grand potentiel chez les retardataires, e.a. les valeurs de qualité non reprises dans les indices.

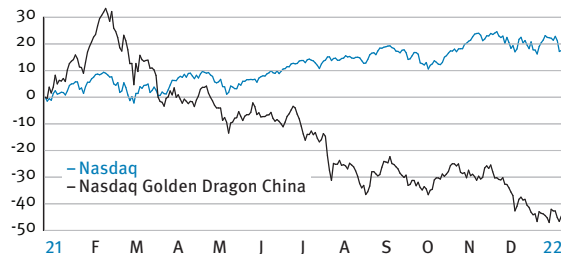
► Restez près de chez vous pour vos investissements en actions.

Le CAC 40 à niveau record



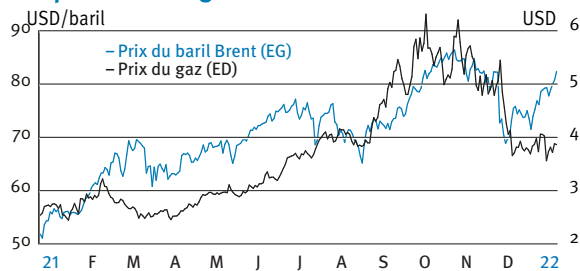
Si le Nasdaq et le S&P 500 ont déjà dépassé le niveau de 2000 en 2015 et 2007 respectivement, les indices boursiers européens CAC40 et AEX n'y sont parvenus que l'an dernier. On parle ici certes de l'indice cours, car dividendes compris, le CAC40 a déjà dépassé le niveau de 2000 depuis un certain temps.

Technos américaines versus chinoises



Alors que le Nasdaq a enregistré de nouveaux records en 2021, les technologiques chinoises s'en sont beaucoup moins bien sorties. Les nouvelles sur les réglementations des géants de la technologie et les rapports sur un éventuel delisting des actions chinoises de Wall Street ont provoqué une forte chute des cours.

Le pétrole et le gaz en forte hausse



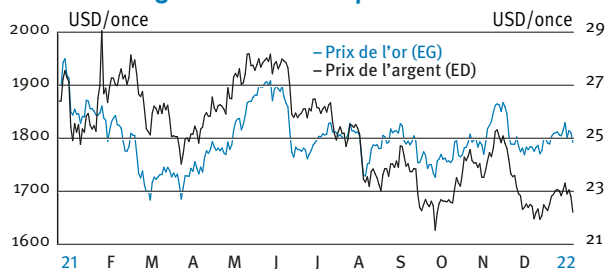
Les chiffres de l'inflation ont fortement augmenté l'an dernier. Les pénuries de composants, les difficultés de transport et la forte demande e.a. ont fait fortement grimper les prix des produits. Les matières premières ont augmenté en moyenne de plus de 30%. Les prix du pétrole et du gaz ont rebondi encore plus.

Indice Solactive E-commerce



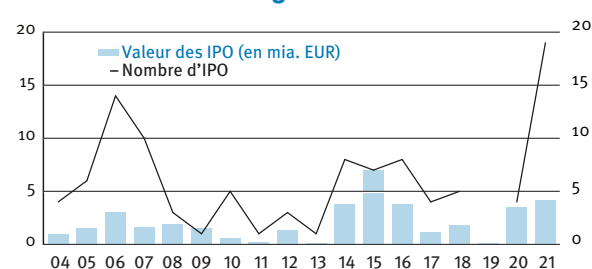
La ruée vers l'e-commerce, qui a profité des mesures de confinements en 2020, semble terminée. Le secteur est victime d'une rotation sectorielle, le variant Omicron promettant une vie sociale plus libre. Une partie de la stimulation de la croissance est abandonnée, mais le secteur continue de croître de façon sous-jacente.

L'or et l'argent ne résistent pas à l'inflation



L'or et l'argent ont terminé 2021 dans le rouge, malgré la forte hausse de l'inflation. Le fait que les banquiers centraux estimaient que cette inflation n'était que temporaire n'a pas aidé non plus. Le dollar fort a joué des tours à l'or. Un danger pour l'or en 2022 est la hausse des taux, car l'or ne rapporte aucun intérêt.

Une année d'IPO chargée sur Euronext Amsterdam



Contrairement à Euronext Bruxelles, où le nombre de nouveaux entrants en bourse était limité à 4 (Azelis, Biotallys, Onward Medical et Ekopak) en 2021, le marché des IPO sur la bourse d'Amsterdam a été très animé avec 19 nouveaux entrants, qui ont permis de lever plus de 4 mia. EUR de capitaux frais.