



INFLATION

INFLATION JUSQU'OUÙ IRA LE REFLUX ?

C'EST LA GRANDE QUESTION DE L'ANNÉE 2023, CAR ELLE CONDITIONNE L'ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT. ET, PAR RICOCHET, CELLE DES ACTIONS, DES OBLIGATIONS OU ENCORE DE L'IMMOBILIER. VOICI LES AVIS, TANTÔT CONVERGENTS, TANTÔT DIVERGENTS, D'UNE PLÉIADE DE PROFESSIONNELS DES PLACEMENTS.

PAR GUY LEGRAND



LES PARTICIPANTS

Edouard Coene (Banque Delen), Stéphane Denys (Nagelmackers), Erwin Deseyn (Capital at Work), Wim D'Haese (Deutsche Bank), Bruno du Bus (Fide Capital), Guillaume Duchesne (Banque Transatlantique), Philippe Goossens (TreeTop AM), Serge Ilvef (ING Belgique), Erik Joly (ABN-Amro), Vincent Lahy (Mercier Vanderlinden), Jan Longeval (Eurinvest), Cécile Lux (Edmond de Rothschild), Dominique Marchese (Pure Capital), Koen Pierreux (Architas), Jean-Jacques Pire (Pire Asset Management), Maud Reinalter (Belfius), Frederic Steinkuhler (Waterloo Asset Management), Xavier Timmermans (BNP Paribas Fortis).

INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT étaient à surveiller au début de l'année 2022. Invasion de l'Ukraine aidant, ce fut ensuite le dérapage brutal. Et, pour la première fois en deux générations, les obligations ont subi un krach aussi prononcé que les actions! Reflux de l'inflation et stabilisation prochaine des taux d'intérêt sont, cette fois, au menu. Mais dans quelle mesure et à quel rythme? Les avis exprimés par les professionnels du monde financier ne sont pas unanimes. Et moins encore au sujet des placements à privilégier: les obligations sont-elles vraiment redevenues intéressantes ou faut-il encore attendre? Et qu'en est-il des actions de croissance, après leur krach de l'an dernier?

LES TAUX D'INTÉRÊT SONT-ILS STABILISÉS?

"On sait que l'inflation va baisser en 2023, mais lentement: tel est le consensus, précise d'entrée de jeu **Maud Reinalter** (Belfius).



Les banques centrales vont, dès lors, continuer à augmenter leurs taux de base. En particulier aux États-Unis, pensons-nous, où la situation est moins claire qu'en Europe. Nombre d'acteurs du marché y tablent sur une baisse des taux dès l'été, à 4,5%, car ils anticipent une économie en ralentissement rapide. Nous ne partageons pas cette vision et voyons le taux de la Federal Reserve à 5%, comme avancé par la banque centrale américaine elle-même. Les taux obligataires ne devraient plus grimper, cependant : les niveaux atteints en fin d'année 2022 ont marqué un sommet, ou peu s'en faut, tant en Europe qu'aux États-Unis."

Chez BNP Paribas, on pense au contraire que l'inflation va baisser rapidement, intervient **Xavier Timmermans** (BNP Paribas Fortis). "Du moins en Europe : elle est à 70% causée par l'énergie et l'alimentation, où le pire est, en principe, largement derrière nous. C'est moins vrai aux États-Unis, où elle est surtout engendrée par les services. Mais cette inflation restera supérieure à ce qu'elle fut ces dix dernières années, pour plusieurs raisons structurelles. La mondialisation est, en effet, en train de s'inverser. Que ce soit pour des raisons stratégiques, écologiques ou simplement pratiques, Europe et États-Unis ont compris la nécessité de produire davantage sur place." Avec des coûts nettement plus élevés donc. D'autant que "le vieillissement de la population entraîne une pénurie de main-d'œuvre, synonyme de hausse des salaires". En ce qui concerne les taux obligataires : "Nous anticipons pour cette année 2,5% pour l'obligation allemande à dix ans et 3,5% pour l'américaine. Un niveau un peu supérieur est possible mais serait temporaire".

Globalement d'accord avec ce qui vient d'être dit, **Bruno du Bus** (Fide Capital) ajoute un élément expliquant une inflation restant structurellement plus élevée : "Toutes les entreprises n'ont pas pu répercuter la hausse de leurs coûts dans leurs prix et elles vont donc vouloir restaurer leurs marges. Ceci durera plusieurs trimestres, voire plusieurs années. En ce qui concerne la relocalisation, la problématique Chine-Taïwan pèse lourd, quand on sait que l'Occident en dépend à quelque 80% pour les semi-conducteurs. Autre élément : les dettes publiques phénoménales, qui pourraient entraîner une augmentation de la fiscalité. S'y ajoutent les investissements colossaux nécessités par la transition énergétique et les autres critères ESG (NDLR : environnementaux, sociaux et de gouvernance)". En ce qui concerne les taux obligataires, un conseil aux investisseurs : il est sans doute trop tôt pour se positionner à cinq ou dix ans. Dans l'immédiat, il est plus judicieux de profiter des taux à deux ou trois ans, qui sont plus élevés.

OUI... OU NON AUX OBLIGATIONS

"Nous partageons le consensus évoqué ici sur la baisse de l'inflation, pour en tirer un message positif, insiste **Vincent Lahy** (Mercier Vanderlinden) : les obligations, qui représentent souvent une part importante des patrimoines, sont à nouveau un actif dans lequel on peut investir !" Et de préciser : "On peut aujourd'hui composer un portefeuille rapportant 3 à 4% avec des obligations d'État et d'entreprises de bonne qualité, alors que, ces dernières années, pour obtenir du rendement il fallait prendre des risques en retenant des débiteurs de moins bonne qualité. Que les taux grimpent encore un peu ou baissent, nous sommes à l'aise avec le niveau actuel".

"Compte tenu des taux d'intérêt réels (NDLR : après déduction de l'inflation) aujourd'hui négatifs et qui vont le rester, nous ne conseillons pas d'investir en obligations", affirme au contraire **Philippe Goossens** (TreeTop AM) : à l'investisseur ayant un horizon de placement suffisant, soit de l'ordre d'au moins cinq ans, nous conseillons plutôt les



Enrichissez votre avenir en investissant
dans l'économie mondiale

Investi à vos côtés depuis 2011 en Belgique
www.treetopprivate.be

Un service personnalisé

Nos conseillers financiers sont là pour vous guider dans le monde de la bourse mondiale et vous proposent des solutions d'investissement adaptées pour votre patrimoine privé ou pour votre société.

TREETOP ASSET MANAGEMENT BELGIUM

Rue des Francs, 79 boîte 7 1040 Bruxelles +32 2 613 15 30 – Leopoldlaan, 111 8300 Knokke-Heist +32 50 950 760

www.treetopprivate.be

TreeTop Private est un service de conseil en investissement personnalisé offert en Belgique par TreeTop Asset Management Belgium, une société de bourse de droit belge située Rue des Francs 79 boîte 7, 1040 Bruxelles, agréée par la Banque Nationale de Belgique (www.nbb.be).



The Wealth Designers



actions. Avec un horizon de deux ans, on peut se tourner vers les obligations à court terme. Notamment américaines, en acceptant le risque du dollar. Quelles actions? "Priorité aux actions *value* par rapport aux valeurs de croissance. Parce que dans un contexte d'inflation et de hausse des taux, les premières, recherchées pour leur *cash-flow* immédiat, souffrent beaucoup moins que les secondes, valorisées en fonction de *cash-flows* lointains. De plus, elles étaient sous-valorisées de longue date, alors que les actions de croissance connaissaient une envolée assez folle."

LE PIRE DEPUIS DEUX SIÈCLES!

Si l'année 2022 fut jugée catastrophique, ce n'est pas seulement en raison de la chute des bourses, mais également parce que les obligations, loin d'offrir la protection attendue en de telles circonstances, se sont effondrées elles aussi. "Quand le problème numéro un est l'inflation, on observe une corrélation positive entre actions et obligations, explique **Xavier Timmermans** (BNP Paribas Fortis). On a connu cela dans les années 1970 et 1980. Une mauvaise nouvelle concernant l'inflation est négative pour les obligations, parce que les investisseurs pensent que les taux d'intérêt vont monter. Mais c'est mauvais aussi pour les actions, parce que la hausse des taux entraîne un ralentissement de la croissance, ce qui pèse sur les bénéfices. Par contre, quand le problème numéro un est la croissance, la corrélation est négative: une information négative la concernant est mauvaise pour les actions, mais elle est bonne pour les obligations, parce que les taux d'intérêt vont baisser." L'année 2022 fut cependant tristement exceptionnelle, l'envol surprise de l'inflation ayant entraîné non une simple baisse, mais un véritable krach des obligations. Au niveau mondial et exprimé en dollar, elles ont chuté de 16,2%. Du jamais vu en deux générations! "Aux États-Unis, ce fut la pire performance depuis que le marché obligataire existe, soit depuis deux siècles!"

CHINE: UN "PLUS" DANS LES PORTEFEUILLES

Étant relativement d'accord avec l'évolution de l'inflation exprimée par les autres intervenants, **Frederic Steinkuhler** (Waterloo Asset Management) avance une inflation encore de l'ordre de 4% d'ici la fin de l'année. Il souligne que si elle a des causes surtout exogènes en Europe, le prix de l'énergie n'en est pas seul responsable: le phénomène s'est trouvé accentué par l'envol du dollar, devise dans laquelle sont exprimés les prix des matières premières. "Après le double effet à la hausse des années précédentes, l'Europe pourrait bénéficier en 2023 d'une décélération plus rapide. Au niveau actuel des taux d'intérêt, les obligations à court terme sont attrayantes, en euro comme en dollar; attention toutefois à ce dernier! Nous restons par contre réticents pour des durées de cinq ou sept ans: les taux pourraient un peu grimper, entraînant des moins-values." Et les actions? "Une détente des taux profitera largement aux actions de croissance, surtout américaines, qui affichaient des prix de solde après la chute de l'an dernier. Nous y sommes surpondérés. Nous sommes, au contraire, sous-pondérés en actions européennes, car nous nous méfions des prochains résultats annoncés par les entreprises: on ne



**Le partenaire qui gère, constitue et protège
votre patrimoine familial depuis plus de 275 ans.
De génération en génération.**

Protégez ce qui importe pour vous.

De votre famille à votre patrimoine ou votre entreprise, vous prenez le plus grand soin de ce qui importe pour vous. Et vous pouvez compter sur le soutien de la Banque Nagelmackers. Avec plus de 275 ans d'expérience dans la gestion, la constitution et la protection du patrimoine familial, nous sommes à vos côtés à chaque étape de votre vie. Votre totale sérénité est au cœur de nos préoccupations, aujourd'hui et demain!

Qu'est-ce qui importe pour vous? Parlez-en avec nos experts. Ensemble, nous élaborerons une stratégie qui vous mènera à bon port. Découvrez la plus-value que nous pouvons vous apporter, à vous et aux générations futures.

www.nagelmackers.be

Family Wealth Office





sait pas très bien comment elles ont souffert de la flambée des prix de l'énergie." Intérêt marqué aussi pour la Chine, où le risque a diminué alors que les actions sont devenues bon marché.

"Nous estimons, nous aussi, que le marché chinois peut apporter un 'plus' dans les portefeuilles cette année, embraie **Stéphane Denys** (Nagelmackers). Outre l'abandon de la politique zéro Covid, on y observe une diminution des réserves imposées aux banques, ou encore un soutien au secteur immobilier." Le recul de l'inflation sera plus rapide en Europe qu'aux États-Unis, explique-t-il par ailleurs. La baisse des taux obligataires observée au tournant de l'année fut un peu trop optimiste: "Nous prévoyons un rendement à dix ans de l'ordre de 2,50 à 2,75 % d'ici à la fin de l'année pour les obligations allemandes et aux alentours de 4 % pour les américaines. Nous attendons, dès lors, pour investir en obligations à long terme et demeurons positionnés à deux ou trois ans". Et en actions? "Nous restons prudents, tout en demeurant investis en actions *value* et en retenant aussi les valeurs financières. Parce que le taux de défauts des entreprises reste très faible, alors que le secteur a déjà acté d'importantes provisions. Ceci pourrait engendrer un effet positif."

"IL Y A DE LA VALEUR DANS TOUT!"

"Je ne ferai pas état de prévisions pour l'inflation et les taux, tranche **Erwin Deseyn** (Capital at Work), suivant l'adage qui m'est cher: 'N'essayez pas de prévoir, soyez préparé'. Pour avoir une opinion, je regarde le marché des obligations indexées. Il anticipe une inflation de l'ordre de 2 % seulement, ce qui me semble assez complaisant. Ces obligations offriront donc une belle valeur ajoutée dans le scénario d'une inflation supérieure, en étant combinées avec des actions." Plutôt *value* ou de croissance? "Peu importe: il y a de la valeur dans tout. À l'inverse, si la décélération de l'inflation est très rapide, ne risque-t-on pas de tomber en déflation? Des obligations à long terme seront alors le bon investissement."

"Je partage cet avis sur des attentes inflationnistes trop basses, appuie **Jan Longeval** (Eurinvest). Que nous enseigne le passé? Qu'une banque centrale a très rarement pu tuer l'inflation sans des taux d'intérêt réels positifs. Or, ils sont aujourd'hui très négatifs. L'inflation va fortement baisser dans un premier temps, soit au premier semestre, mais je m'attends ensuite à plus de mauvaises surprises que de bonnes." Outre les obligations indexées sur l'inflation, il recommande l'immobilier, ainsi que l'or. Du côté des actions, plutôt les titres *value*, mais sans enthousiasme excessif car, ici aussi, les attentes bénéficiaires sont trop optimistes.

"Les années 1970 enseignent effectivement que les banques centrales ont abaissé leurs taux trop vite et ont dû les relever ensuite, rappelle **Wim D'Haese** (Deutsche Bank). Elles ne referont pas cette erreur. Autrement dit, nous ne croyons guère à des baisses dès cette année. Ceci étant, nous pensons, nous aussi, que le moment est venu de construire ou d'étoffer un portefeuille d'obligations, puisque la qualité n'exclut plus le rendement. Parce que les taux vont quand même finir par baisser, les banques centrales se soucient de soutenir l'économie après s'être focalisées sur l'inflation. Et parce que l'énorme endettement des États ne peut supporter des taux d'intérêt structurellement élevés. Parmi les obligations d'entreprises de qualité, nous pointons nous aussi les émetteurs financiers, qui offrent un supplément de rendement. Nous sommes neutres pour les actions et attendons d'y voir plus clair pour étoffer les positions, sans doute en été. De préférence pour l'Europe, avec une pincée de Chine."

À TRAVERS LE MONDE, TOUJOURS À VOS CÔTÉS.

Architects of Wealth

Façonné par plus de 145 ans d'expérience dans l'accompagnement de familles et d'entrepreneurs du monde entier, Indosuez Wealth Management propose une approche sur mesure permettant à nos clients de construire, gérer, protéger et transmettre leur patrimoine au plus près de leurs aspirations. Dotés d'une vision globale, et en synergie avec les experts du groupe Crédit Agricole, nos 3 060 collaborateurs à travers le monde conjuguent conseils personnalisés et service d'exception pour la gestion du patrimoine privé comme professionnel.

ca-indosuez.be

CA **INDOSUEZ**
WEALTH MANAGEMENT

GRUPE CRÉDIT AGRICOLE



UNE INFLATION RIDICULEMENT SOUS-ESTIMÉE

“Nous attendons bien entendu aussi une baisse de l’inflation, appuie **Jean-Jacques Pire** (Pire Asset Management). Mais jusqu’où, compte tenu de la reprise en Chine? Je partage l’avis que les taux d’intérêt sont toujours trop bas par rapport à l’inflation, d’autant que cette dernière devrait structurellement revenir à 3% et non à 2%.” Plutôt les actions, dès lors, que les obligations? “Oui, dans les portefeuilles équilibrés, nous sommes légèrement surpondérés en actions, dont 46-47% aux États-Unis et 38-39% en Europe, le solde étant le fait des pays émergents. Mais pas spécialement la Chine, car nous nous méfions du pouvoir politique! Un peu de Japon, par contre. Au niveau des obligations, notre durée est de l’ordre de trois ans et nous songeons à l’augmenter si l’inflation diminue.”

“On a évoqué la complaisance du marché, rappelle **Dominique Marchese** (Pure Capital) et, de fait, quand on examine les contrats financiers sur l’inflation, on s’aperçoit que les attentes à long terme se situent presque au niveau d’avant le Covid. Aux États-Unis, l’attente est de 2,4% à un horizon de cinq ans, ce qui est ridicule. Elle est de l’ordre de 2% en Europe. Cet effet d’inertie (NDLR: dans les attentes des investisseurs) est en contradiction avec les éléments structurels de soutien de l’inflation qu’on a cités, dont la transition énergétique. L’Agence Internationale de l’Énergie (AIE) estime les besoins d’investissement à 4000 milliards de dollars par an. Les taux d’intérêt réels, qui sont aujourd’hui négatifs, doivent donc passer dans le vert si l’on veut attirer les investisseurs. Les taux réels sont trop bas en Europe mais, aux États-Unis on commence à trouver des obligations d’entreprise intéressantes. En se situant juste en-dessous de l’*investment grade* (NDLR: la “qualité investissement” officielle, que doivent respecter la plupart des investisseurs institutionnels), on obtient 5%. Ces obligations sont aujourd’hui concurrentes des actions. D’autant que la valorisation de ces dernières reste élevée aux États-Unis, d’où notre préférence pour les actions européennes.”

RETOUR AUX ANNÉES 1970 ?

Si quasiment tout le monde exclut vigoureusement un retour à la forte inflation, couplée à une stagnation (d’où le terme “stagflation”) des années 1970, **Jan Longeval** (Eurinvest Partners), lui, ne l’exclut pas. Contrairement à une opinion très répandue, l’envol de l’inflation (NDLR: 11% aux États-Unis et 15,7% en Belgique en 1974) n’était pas exclusivement dû à l’explosion des prix pétroliers qui a suivi la guerre du Kippour, signale-t-il. L’inflation américaine avait déjà gonflé à 6% en 1970, suite à des politiques jugées laxistes, soit un déficit budgétaire de 4% et une dette publique de 40% du PIB. Les États-Unis en sont aujourd’hui à 8% et 120% respectivement...

OBLIGATION: UNE ASTUCE FISCALE...

“Nous attendons une baisse des taux à long terme dans la seconde partie de l’année, affirme d’emblée **Erik Joly** (ABN-Amro). Qu’est-ce que cela signifie pour notre portefeuille-titres? Nous avons, en début d’année, augmenté la durée des obligations à cinq ans et demi.



Parce que nos enfants sont notre plus précieux patrimoine

Gouvernance familiale • Structuration de patrimoine • Planification successorale • Philanthropie • Comptoir français

UMANI

FAMILY OFFICE

www.umanibe.be • +32 2 663 29 11



Mais en se positionnant à la fois sur le long terme et le très court terme. Avec un focus sur les obligations offrant un faible rendement, de l'ordre de 0,25 ou 0,50 %, et qui cotent évidemment en-dessous du pair. D'où un avantage fiscal puisque, contrairement au coupon, la différence entre vos prix d'achat et de revente est exempte de pré-compte mobilier. Globalement, nous retenons tant des obligations d'État que d'entreprises de qualité, mais en euro : nous ne voulons pas prendre le risque du dollar. En actions par contre, nous privilégions les États-Unis, mais nous restons un peu attentistes en attendant d'être rassurés par les résultats qu'annonceront les entreprises, la crainte étant un affaiblissement des marges. Dans un premier temps, nous privilégions donc les secteurs défensifs, tels que la consommation et la pharmacie, pour revenir ensuite sur les valeurs de croissance."

"Les marchés se sont focalisés sur les éléments négatifs l'an dernier, puis sur les facteurs positifs début 2023, observe **Guillaume Duchesne** (Banque Transatlantique). Avec une visibilité restant faible, on est obligé d'être assez diversifié dans ses investissements." Comme d'autres intervenants, il souligne un danger : que les marges des entreprises s'avèrent sous pression, après la bonne résistance de l'an dernier. "Prudence à court terme sur les actions, aujourd'hui sous-pondérées chez nous, pour y revenir progressivement plus tard. Prudence aussi du côté des obligations, vu la pression sur les taux maintenue par les banques centrales, sauf pour le court terme aux États-Unis, où l'on obtient des rendements de 3 % ou 3,5 %. Nous maintenons donc pas mal de liquidités dans les portefeuilles pour l'instant."

"Nous venons d'investir une partie de nos liquidités dans des obligations, signale à l'inverse **Koen Pierreux** (Architas). C'est la première fois en plus de dix ans que nous augmentons nos positions obligataires, à court comme à long terme. Nous attendons une croissance économique faible durant les prochains deux ou trois ans et le fait que, compte tenu de l'endettement des États, les banques centrales devront mettre fin à leur politique de taux élevés, ce que les marchés anticiperont prochainement. D'où l'intérêt des obligations, mais en sélectionnant soigneusement les émetteurs. Du côté des actions, préférence à l'Europe et à ses actions *value*. Oui à la Chine, en privilégiant les marques locales. On misait jusqu'ici sur ce marché au travers des groupes de luxe et de l'automobile haut de gamme occidentaux, mais les Chinois sont aujourd'hui plus fiers de leurs marques, et ce sont elles qu'il faut viser. Nos portefeuilles sont par ailleurs diversifiés en or et dans le secteur de l'infrastructure, dont les acteurs peuvent plus facilement intégrer l'inflation dans leurs prix."

PRÉFÉRENCE POUR LES ACTIONS AMÉRICAINES

"L'inflation restera supérieure aux niveaux souhaités par les banques centrales, nous sommes d'accord là-dessus, embraie **Cécile Lux** (Edmond de Rothschild). Aux États-Unis en particulier, le marché du travail reste tendu, en raison tant de la démographie que de la 'grande démission' observée pendant la crise du Covid, avec toutes les personnes ayant quitté le marché de l'emploi. En Europe, toujours en ce qui concerne l'inflation, nous craignons plutôt un effet de second tour, l'approvisionnement énergétique restant incertain pour la fin de cette année. La réouverture de l'économie chinoise va par ailleurs accroître la demande. C'est pourquoi nous sommes plus optimistes concernant les États-Unis, dont la croissance sera probablement supérieure à celle de l'Europe durant les prochaines années. Nous avons récemment pas mal investi en obligations d'entreprises de première qualité, avec des durations de trois à cinq ans, en tablant sur des rendements de 3 %

Gestion de patrimoine indépendante et sur mesure



Pierre le Hardy de Beaulieu
Michael Jungers
Pierre-Alexis Hocke
Bruno du Bus de Warnaffe

Tél : +32 2 626 10 68
info@fidecapital.com


www.fidecapital.com

Av. Franklin Roosevelt 81
1050 Brussels

SOGESA



 RUE DU CHENET, 1
5150 FLORIFFOUX

 +32 (0) 81/44.13.21

 SOGESA@SOGESA.BE

 WWW.SOGESA.BE

Propriétaires ou exploitants
de terres agricoles, vous souhaitez:

AUGMENTER
LE REVENU
DE VOS TERRES

DISPOSER DE
VOS BIENS QUAND
BON VOUS SEMBLE

SAUVEGARDER
LA VALEUR DE VOTRE
PATRIMOINE RURAL

Contactez-nous sans tarder!

Conscient de la complexité croissante de l'agriculture,
SOGESA est là pour simplifier la vie de tous ceux qui
possèdent des terres et pâtures ou qui désirent en acquérir.

à 3,5 % en euro et de 4 % à 4,5 % en dollar. Des obligations liées à l'inflation également, mais aussi d'autres actifs permettant de faire face à une inflation non négligeable: des actions à dividende élevé, pour autant que celui-ci soit pérenne bien entendu, un peu d'or, ainsi que de l'immobilier. Nous évitons par contre les entreprises très dépendantes de financements devenant plus chers, ou trop centrées sur l'Europe. L'aléa politique nous écarte de la Chine; nous préférons le reste de l'Asie."

DURÉE OU DURATION ?

Alors que l'investisseur particulier amateur d'obligations calculera peut-être, et approximativement, la durée moyenne de ses placements, ou maturité, les professionnels n'ont que le mot "duration" à la bouche. Et ceci comme mesure du risque présenté par une obligation face à une hausse des taux (ou, à l'inverse, comme opportunité en cas de baisse). Plus la duration est élevée, plus le risque le sera aussi. La notion n'est pas totalement différente de la durée, on l'imagine, mais elle est plus affinée sur le plan financier. Elle prend, en effet, en compte les flux financiers en retenant leur valeur actualisée. Une obligation distribuant en principe un coupon, l'investisseur ne court pas le risque de hausse des taux – et donc de moins-value – à 100% jusqu'à l'échéance, puisqu'il perçoit régulièrement un revenu pouvant être investi au nouveau taux d'intérêt. La duration est donc (un peu) inférieure à la durée, sauf dans le cas d'une obligation zéro-coupon.



VAN DE PUT & CO
BANQUIERS PRIVÉS | PRIVAATBANKIERS

*La Banque Privée qui,
depuis 200 ans,
se soucie de vos intérêts*

www.vandeput.be

"Les banques centrales sont en train de réussir leur pari de calmer l'inflation, souligne **Edouard Coene** (Banque Delen): on l'observe déjà nettement, tout comme le ralentissement économique. Nous visons 3% environ en fin d'année aux États-Unis et un peu plus en Europe. En matière d'actions, nous privilégions les États-Unis, en raison de leur croissance. En ce compris précisément les valeurs de croissance, dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt semble largement derrière nous. En particulier les entreprises technologiques, mais à condition qu'elles soient bénéficiaires! Nous aimons aussi les pays émergents, en raison notamment de la réouverture de la Chine et de la baisse du dollar intervenue après son envol de l'an dernier. Si nous sommes devenus neutres en actions, après de longues années de surpondération, c'est parce que les obligations redeviennent intéressantes. Surpondération des obligations d'entreprises, car le supplément de rendement avec les obligations d'État est appréciable. L'investisseur est donc rémunéré pour le risque. En chiffres: le portefeuille obligataire a une duration de quatre ans et un rendement de l'ordre de 4%."

"Nous partageons clairement l'opinion que l'inflation va baisser mais rester structurellement plus élevée que naguère, confirme **Serge Ilvef** (ING Belgique), en direction des 3 ou 3,5%. Un des facteurs de soutien: des exigences salariales pour faire face au coût croissant de l'immobilier. Même si ce n'est pas notre scénario, on ne peut exclure une baisse suivie d'un sursaut, comme déjà évoqué. Comment s'en protéger? En étant investi dans des actifs à risque générant des *cash-flows* qui progressent. Autrement dit, les actions d'entreprises dont le chiffre d'affaires, les bénéfices et le dividende sont en croissance sur le long terme. Notre préférence va donc aux actions de valeur et à haut dividende, plutôt américaines. Leur intérêt n'est pas seulement le niveau de ce dividende, mais le fait qu'il est souvent en hausse constante sur vingt ou vingt-cinq ans. C'est une bonne protection dans un contexte d'inflation. Du côté des obligations, nous avons récemment augmenté la duration, avec priorité aux obligations d'entreprises de qualité. À court terme, nous les préférons même aux actions, car elles offriraient une bonne protection en cas de ralentissement économique plus marqué qu'attendu."

PRIVATE EQUITY: OUI, NON, COMMENT ?

On sait que s'il y a moyen de réaliser de belles plus-values avec les actions cotées, c'est plus vrai encore en achetant ces actions avant que l'entreprise n'entre en Bourse. C'est le monde du *private equity*, qui est clairement plus risqué et reste peu accessible à l'investisseur particulier, en raison des mises élevées qui sont exigées. Plusieurs actions belges cotées lui en ouvrent toutefois la porte: Bois Sauvage, Brederode, GBL, Sofina, etc. Ce *private equity* était devenu fort cher ces dernières années, mais la chute boursière de l'an dernier l'a rendu bien plus accessible, prétendent certains. Êtes-vous d'accord ou pas d'accord ?

Dominique Marchese (Pure Capital): "Quand elles envisageaient de racheter une autre société, les entreprises se plaignaient effectivement de valorisations trop élevées, à cause des fonds de *private equity*. Et ceci dans de nombreux secteurs, notamment de croissance. On est peut-être revenu à des niveaux intéressants, mais il en va de même, sinon plus encore, du côté des petites et moyennes capitalisations. Vous avez une masse d'actions dramatiquement sous-évaluées. Je préfère orienter les investisseurs vers ces actions cotées et donc liquides".

"Nous avons toujours relevé un gros problème de valorisation et d'illiquidité dans le *private equity*, enchérit **Philippe Goossens** (Treetop AM), y compris au travers des holdings cotés. Ils affichaient souvent une prime

Ensemble, donnons de la valeur aux terres agricoles



AGRILAND

Agriculteurs, exploitants et propriétaires de terres agricoles, Agriland vous accompagne depuis près de 35 ans dans l'exploitation, la gestion et la mise en valeur de vos terres agricoles.

Notre objectif: Vous accompagner dans votre projet agricole, que ce soit en agriculture raisonnée, bio, ou régénérative, tout en valorisant votre patrimoine, la terre et l'environnement.

CONTACTEZ-NOUS

+32(0) 10 232 904

support@agriland.farm

par rapport à la valeur de leurs actifs, alors qu'un holding affiche en principe une décote. Ils valorisaient par ailleurs ces actifs à des multiples très supérieurs à ceux des actifs cotés, ce qui est également illogique. Par ailleurs, ils cédaient souvent leurs participations, non pas via une introduction en Bourse, mais en réalisant des transactions entre eux... à des niveaux de valorisation élevés. Nous déconseillons dès lors la *private equity*."

"Il existe une certaine confusion dans ce domaine, balise **Jan Longeval** (Eurinvest Partners). Quand on observe les transactions réalisées sur le terrain, on s'aperçoit que les multiples de valorisation n'ont guère bougé au cours des quinze dernières années: on est passé de 10,5 à 12,5, ce qui s'explique aisément par le poids grandissant des entreprises de croissance. C'est au travers de certaines valeurs cotées, dont plusieurs holdings belges, que la valorisation du *private equity* s'était enflammée et est devenue plus raisonnable. Il est clair qu'il vaut mieux les acheter aujourd'hui qu'au moment où le cours était déraisonnable." Par ailleurs, un argument en quelque sorte psychologique joue en faveur du *private equity*, estime-t-il encore. "On sait que de nombreux investisseurs hésitent à investir en Bourse en raison d'un risque qu'ils jugent élevé, qui se traduit par la grande volatilité des cours. Or, dans le *private equity*, cette volatilité est artificiellement faible, parce que la mesure de la valeur est très irrégulière. Il permet dès lors de placer du capital à risque dans le portefeuille d'investisseurs qui, ayant peur de la Bourse, en prendraient trop peu pour réaliser des performances intéressantes."

COTÉ OU PAS COTÉ?

"L'an dernier, les fonds de *private equity* furent très actifs... en Bourse, jugeant les cours attrayants, embraie **Bruno du Bus** (Fide Capital). Ils ont lancé des OPA parfois importantes, comme sur l'aéroport de Sydney. Les holdings belges ne sont pas les seuls investissements possibles sur ce terrain: on ne peut oublier Eurazeo, coté à Paris, mais aussi plusieurs groupes cotés à Londres et qui ont affiché des résultats assez intéressants. Nous sommes favorables à un investissement dans le *private equity* via des titres cotés et donc liquides."



"Ce n'est pas forcément l'idéal, conteste **Cécile Lux** (Edmond de Rothschild). Chez Sofina (NDLR: dont le cours avait chuté de près de 60 % entre décembre 2021 et septembre 2022), la famille dirigeante assure qu'il ne faut pas s'inquiéter, qu'elle a toute confiance à long terme. Mais on note des investissements réalisés à des prix extrêmement élevés et un décalage de valorisation par rapport à leurs participations. On ne sait pas toujours ce qu'elles valent encore. Nous préférons le *private equity* non coté, qui s'adresse toutefois à des investisseurs avertis et disposant d'un patrimoine suffisant. Nous observons aujourd'hui toute une série de dossiers affichant des prix d'entrée intéressants, après la fièvre qui prévalait voici deux ou trois ans. Il faut cependant éviter des effets de levier trop importants, alors que le financement devient plus cher. Le *private equity* a un rôle à jouer dans le financement de la transition énergétique, notamment."

"N'oublions pas que la plupart des grandes entreprises cotées sont actives dans le *private equity*, souligne pour sa part **Erwin Deseyn** (Capital at Work), à des degrés divers. L'investisseur y participe donc même quand il investit dans des entreprises dont ce n'est absolument pas le créneau de base."

L'IMMOBILIER, UN BON REMPART?

On a brièvement évoqué l'immobilier. Il passe pour un bon rempart contre l'inflation... mais souffre très fort d'une hausse des taux d'intérêt. Où en est-on?

"L'immobilier suit généralement l'évolution des obligations, rappelle **Philippe Goossens** (Treetop AM): il baisse quand les taux montent. C'est ce qu'on a observé l'an dernier, avec le plongeon de 30 à 40 % des Sociétés immobilières réglementées (SIR). Le rebond intervenu ensuite est-il définitif? L'immobilier est, par ailleurs, soumis à des défis structurels importants: l'e-commerce, le travail à domicile ou encore les vacances dans les seniorities. N'étant pas certains que les taux ont atteint leur sommet, nous préférons les actions comme rempart contre l'inflation."

Cécile Lux (Edmond de Rothschild): "Les SIR ont souffert de la hausse des taux l'an dernier, mais aussi des augmentations de capital réalisées à des cours fort dilutifs. Elles ont toutefois consolidé leur endettement à des taux très bas et bénéficient de rentrées très prévisibles, avec des loyers indexés et des taux d'occupation élevés".

"Il faut souligner que la hausse des taux d'intérêt pénalise moins les SIR belges que d'autres entreprises, confirme **Stéphane Denys** (Nagelmackers), car elles se sont, en effet, souvent refinancées à long terme, parfois à plus de dix ans. Avec l'indexation des loyers, c'est là un facteur de soutien pour ces valeurs immobilières."

"Je pointe également deux raisons d'être plus positif à l'égard de l'immobilier, enchérit **Xavier Timmermans** (BNP Paribas Fortis). D'une part, les taux à long terme sont quand même très proches de leur sommet. D'autre part, la récession qui était annoncée en Europe sera moins grave que prévu. Peut-être même y échapperons-nous. Cela signifierait que le marché a exagéré le risque de vacance locative. Conséquence de cette crainte: le rendement de dividende des valeurs immobilières européennes dépassait encore 5 % en début d'année. Si ce ne sont pas là des actions de valeur!"