



Bruxelles, le 29 novembre 2023

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

LA BELGIQUE EST PARTICULIÈREMENT VULNÉRABLE FACE AU COÛT DU VIEILLISSEMENT DE SA POPULATION

Selon nos recherches, la Belgique est le deuxième pays le plus vulnérable des dix-huit nations les plus industrialisées lorsqu'il s'agit du coût du vieillissement de sa population. Après la Chine et l'Europe, l'économie américaine devrait également ralentir au cours des prochains mois. Les taux d'intérêt devraient se stabiliser à leur niveau actuel (élevé) jusqu'à la mi-2024 pour rapprocher le niveau d'inflation de l'objectif des banques centrales. En matière d'investissements, il faut plus que jamais se montrer attentif à la qualité des actions et des obligations. C'est la vision que l'économiste en chef Koen De Leus et le stratège en chef Philippe Gijssels ont partagée au cours de la présentation de leurs estimations pour 2024.

Chine et États-Unis

Ces six derniers mois, l'économie nous a réservé une bonne et une mauvaise surprise. D'une part, l'économie américaine a mieux résisté qu'attendu mais, d'autre part, l'euphorie envers la Chine s'est refroidie étonnamment vite depuis la réouverture du pays après les périodes de confinement.

Koen De Leus, Économiste en chef de BNP Paribas Fortis : « *Les leaders chinois ont pris les mesures nécessaires pour restaurer la confiance des consommateurs, à commencer par la relance du marché de l'immobilier. Nous nous attendons à une reprise progressive de l'économie chinoise dans le courant de 2024.* »

L'économie américaine devrait ressentir les effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt. L'épargne que les Américains s'étaient constituée pendant la pandémie de Covid-19 est presque épuisée. Les pouvoirs publics continuent de dépenser mais le rythme de croissance de ces dépenses n'augmente pas. Koen De Leus s'attend donc à un ralentissement au cours des prochains mois, avec une possible récession technique au cours de la première moitié de 2024.

Europe

Le moteur européen a des ratés mais, vu la pénurie de travailleurs et les rares licenciements qui ont eu lieu jusqu'à présent, l'économiste de BNP Paribas Fortis s'attend à ce que l'économie européenne échappe de justesse à une récession. La croissance au sein des États membres diverge fortement d'un pays à l'autre. La Grèce, le Portugal et l'Espagne ont réussi à ne pas se retrouver dans le rouge, en partie grâce à



BNP PARIBAS
FORTIS

La banque
d'un monde
qui change

L'importance des services (tourisme) dans leur économie et en partie grâce à leur important potentiel de croissance, qui joue le rôle de tampon en cas de ralentissement de la croissance. L'Allemagne est plus sensible aux chocs énergétiques à cause de ses importations historiquement élevées de gaz russe. La part relativement plus importante de l'industrie pèse aujourd'hui sur l'économie d'outre-Rhin, tout comme aux Pays-Bas.

Estimations en matière d'évolution des taux

Le maintien de la croissance aux États-Unis et l'inflation élevée ont rapidement poussé les taux d'intérêt vers des sommets. Entre-temps, le pic semble avoir été atteint. La question qui se pose aujourd'hui est de savoir pendant combien de temps ils resteront au niveau actuel. Si l'on regarde le passé, on peut conclure que la dernière partie du chemin vers les objectifs en matière de taux est aussi la plus difficile.

« Cette fois, ce ne sera pas différent », a déclaré Koen De Leus. « C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt restent élevés au moins jusqu'au deuxième trimestre 2024. D'ici la fin 2024, nous estimons le taux d'intérêt à court terme américain à 4,25 % et le taux d'intérêt européen à 3,25 %. »

Belgique

La Belgique résiste remarquablement bien sur le plan économique. Koen De Leus s'attend à une croissance raisonnable au cours du dernier trimestre, ce qui porterait la croissance annuelle à 1,4%. Pour 2024, l'économiste s'attend à une croissance de 1,2%.

Au niveau budgétaire, la Belgique doit d'urgence prendre des mesures. Notre déficit primaire est à la traîne par rapport à la quasi-totalité des autres pays européens. En outre, l'amélioration attendue au cours des prochaines années est beaucoup trop lente.

Ces dernières années, l'Agence de la dette a réussi à abaisser le taux implicite sur l'encours de la dette. Si nous comparons cette baisse à la baisse moyenne effective du taux à dix ans dans les pays de la zone euro depuis que la Banque centrale européenne (BCE) a ouvert les robinets de l'argent, nous constatons que la Belgique fait mieux que ses voisins.

Vulnérabilité face à la hausse du coût du vieillissement de la population

Dans une étude portant sur la sensibilité au coût du vieillissement des populations, Koen De Leus a comparé la Belgique avec dix-sept autres pays industrialisés. Cette sensibilité a été mesurée sur la base de cinq ratios :

1. Les recettes publiques : est-il encore possible d'augmenter les impôts ?
2. L'évolution du taux de dépendance
3. La dette souveraine totale nette
4. La part de pension publique dans la pension totale (sensibilité de la population face à la modification du système des pensions)
5. La valeur actualisée des dépenses supplémentaires liées au vieillissement durant la période 2022-2050 (en % du PIB) par rapport aux dépenses actuelles.



La Belgique se classe avant-dernière, juste avant l'Italie, mais derrière le Portugal, l'Espagne, la France et l'Allemagne. Deux constats frappants s'imposent lorsqu'on examine cet indice de vulnérabilité :

Tout d'abord, les pays anglo-saxons sont parmi les pays les moins sensibles au coût du vieillissement de la population en raison de leur dépendance limitée aux pensions publiques et de l'évolution moins négative du niveau de dépendance. Les pays scandinaves s'en sortent aussi relativement bien.

Ensuite, dans l'indice de vulnérabilité au coût du vieillissement de la population calculé en 2003 par The Center for Strategic and International Studies, la Belgique faisait encore partie de la moyenne. À l'exception de l'Italie, les pays classés derrière notre pays nous ont entre-temps dépassés. Il est grand temps que la Belgique prenne des mesures structurelles pour freiner la hausse des dépenses.

Marchés : opportunités sans précédent vs. forte hausse des taux

Sur les **marchés d'actions**, nous n'avons, d'un côté, jamais constaté autant d'évolutions et d'opportunités intéressantes : il ne s'agit pas uniquement de la révolution de l'IA, avec toutes ses implications dans la robotique et la sécurisation d'internet notamment. Il s'agit également de l'émergence de holdings et de sociétés immobilières de grande qualité se négociant à des cours que nous n'avions plus vus depuis de nombreuses années.

D'un autre côté, nous devons prendre en compte la forte hausse des taux d'intérêt. Ces taux s'apparentent au principe de gravité : lorsqu'ils sont bas, voire négatifs, et que l'argent est pratiquement gratuit, tout peut s'envoler. Lorsque les taux augmentent, ils tirent de nombreux actifs vers le bas : les actions, les obligations, l'immobilier et même l'or.

De TINA à BARBIE

Cette gravité des taux agit via deux mécanismes. Il y a tout d'abord le **coût d'opportunité**. Lorsque les taux se situent partout aux alentours de zéro, les produits liés aux taux ne sont pas compétitifs. C'était l'univers de TINA (There Is No Alternative) ou même de TRINA (There Really Is No Alternative). Les placements de liquidités à long terme n'étaient plus intéressants à cause de l'inflation et de la perte de valeur de l'argent. Les seules alternatives étaient les actions et l'immobilier.

Dans le nouveau monde de l'investissement, où les rendements des produits liés aux taux se montent à 3 ou 4%, voire plus en dollars américains, la situation est différente. C'est le monde de BARBIE (Bonds Are Really Back in Earnest). Dans un environnement à taux zéro avec des actions qui ont pendant des années rapporté entre 7 et 9%, le choix était facile. Avec un taux de 4%, ce choix est subitement devenu moins évident.

Le second mécanisme est le **mécanisme d'actualisation**, où la valeur d'une action est déterminée en actualisant tous les flux de trésorerie futurs. Tant les flux de trésorerie – qui sont parfois évalués comme très élevés et parfois très bas – que les taux d'intérêt en vigueur sont des facteurs d'incertitude. Les marchés d'actions sont volatils et évoluent en fonction du sentiment du marché.



La biotechnologie est un bon exemple de secteur dans lequel le mécanisme d'actualisation entre en jeu. Dans ce secteur, une partie importante des cash-flows seront engrangés dans le futur et sont donc très sensibles à la hausse des taux.

Qu'en est-il des taux ?

Le taux des Bons du Trésor américain à dix ans passera-t-il à 4 ou 3,5% ou franchira-t-il la barre psychologique des 5% pour se rapprocher de 6% ? Dans notre scénario de base, nous nous sommes appuyés sur la première hypothèse. L'inflation est clairement en train de baisser. Et la Réserve fédérale a récemment annoncé que nous étions très proches de la fin du cycle de hausse des taux. Il est même possible que la dernière hausse des taux ait déjà eu lieu, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe.

Obligations

Dans les investissements à rendement fixe, nous pouvons pour la première fois depuis des années obtenir des rendements intéressants. Au vu de la hausse très rapide des taux, des obligations achetées plus tôt peuvent être déficitaires. Il s'agirait toutefois d'une perte théorique étant donné qu'une obligation de grande qualité est normalement remboursée à 100% à l'échéance. Ce n'est donc pas une bonne idée de vendre aujourd'hui les obligations assorties d'un taux bas. En revanche, c'est le bon moment pour se constituer un panier d'obligations, à condition de bien se diversifier en termes d'émetteurs et d'échéances.

Actions

L'économie mondiale ralentit lentement mais sûrement. Les États-Unis devraient même connaître une récession technique au cours des premier et deuxième trimestres 2024. Dans ce contexte, l'inflation devrait continuer à ralentir progressivement, ce qui apporterait de l'oxygène aux marchés. Le risque est bien entendu que les taux continuent à monter, contrairement à nos attentes. Une telle situation pourrait à nouveau provoquer de la volatilité sur les marchés d'actions. C'est la raison pour laquelle nous sommes aujourd'hui plutôt neutres envers les marchés d'actions malgré les nombreuses opportunités sans précédent qui se présentent.

Nous continuons à nous en tenir à la stratégie barbell, selon laquelle nous combinons des entreprises de grande qualité, tant sur le plan de la valeur que de la croissance. Les actions de valeur sont, d'un point de vue historique, considérées comme bon marché, aussi bien en termes absolus que relatifs. Mais le passé (récent) nous a appris qu'il était dangereux de laisser de côté le complexe de croissance et surtout le complexe technologique. Nous vivons dans un monde où une partie importante de la croissance est exponentielle et nous voulons certainement continuer à y participer.

Philippe Gijssels, Chief Strategy Officer chez BNP Paribas Fortis : « *Qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations, nous devons plus que jamais chercher la qualité. Si l'économie mondiale ralentit, plusieurs entreprises moins solides se retrouveront en difficulté et le marché fera de plus en plus la distinction entre ces deux catégories d'entreprises.* »

Magnificent Seven

Jamais auparavant le monde financier n'avait connu de marché aussi concentré. Par exemple, la totalité de la hausse du S&P500 est due à sept entreprises (les « Magnificent Seven », dont Meta, Apple, Microsoft et Amazon). Les investisseurs font confiance à ces entreprises étant donné qu'ils pensent pouvoir tirer un maximum de profit des opportunités liées à l'IA. Les 493 autres actions de l'indice n'affichent en moyenne aucun rendement voire un rendement négatif. Cet état de fait a de nombreuses conséquences.



Tout d'abord, les indices où les Magnificent Seven ont une pondération importante affichent un rendement de loin supérieur à tous les autres. Deuxièmement, cela explique pourquoi les indices américains ont mieux performé que leurs confrères européens ou des pays émergents : les Magnificent Seven sont tous américains. Troisièmement, cela explique aussi pourquoi les Big Caps font tellement mieux que les Small Caps – les Magnificent Seven sont toutes des grandes capitalisations. Et cela explique enfin pourquoi les actions de croissance font mieux que les actions de valeur : les Magnificent Seven sont toutes des actions de croissance.

Devons-nous dès lors oublier la diversification et tout miser sur ces sept actions ?

« Ce serait une mauvaise idée pour deux raisons », estime **Philippe Gijssels**. « Tout d'abord, le marché s'attend à ce que ces sept actions soient les grandes gagnantes de la révolution de l'IA, ce qui est possible. Jamais dans l'histoire, des entreprises n'ont eu autant de pouvoir et autant de cash. L'histoire nous a également appris que lorsqu'un nouveau secteur faisait son apparition, de nouveaux acteurs et de nouveaux leaders apparaissaient. Pensez à Google et Amazon dans la révolution Internet, ou à Ford et General Motors dans la révolution automobile. Il est donc probable que de nouveaux leaders perturbateurs voient le jour et deviennent de nouveaux acteurs mondiaux. Ensuite, il serait irresponsable de mettre tous ses œufs dans le même panier. Cela va à l'encontre de toute logique et expose à des risques inconsidérés. »

Contact Presse :

Jeroen Petrus

Press Officer

jeroen.petrus@bnpparibasfortis.com

+32 (0)498 32 14 94

BNP Paribas Fortis (www.bnpparibasfortis.com) commercialise sur le marché belge un éventail complet de services financiers auprès des particuliers, indépendants, titulaires de professions libérales, entreprises et organisations publiques. Dans le secteur des assurances, BNP Paribas Fortis opère en étroite collaboration, en tant qu'agent d'assurance lié, avec AG Insurance, leader du marché belge. Au niveau international, la banque propose des solutions sur mesure aux particuliers fortunés, aux grandes entreprises et aux institutions publiques et financières, en s'appuyant sur la compétence et le réseau international de BNP Paribas.

BNP Paribas (www.bnpparibas.com) est la première banque de l'Union européenne et un acteur bancaire international de premier plan. Elle est présente dans 65 pays et rassemble près de 185 000 collaborateurs, dont plus de 145 000 en Europe. Le Groupe détient des positions clés dans ses trois grands pôles opérationnels : Commercial, Personal Banking & Services pour l'ensemble des banques commerciales du Groupe et plusieurs métiers spécialisés parmi lesquels BNP Paribas Personal Finance ou encore Arval; Investment & Protection Services pour les solutions d'épargne, d'investissement et de protection ; et Corporate & Institutional Banking, centré sur les clientèles Entreprises et Institutionnels. Fort d'un solide modèle diversifié et intégré, le Groupe accompagne l'ensemble de ses clients (particuliers, associations, entrepreneurs, PME, grandes entreprises et institutionnels) pour les aider à réaliser leurs projets en leur proposant des services de financement, d'investissement, d'épargne ou de protection. En Europe, BNP Paribas est composé de quatre marchés domestiques : la Belgique, la France, l'Italie et le Luxembourg. Le Groupe



BNP PARIBAS
FORTIS

La banque
d'un monde
qui change

déploie également son modèle intégré de banque commerciale dans les pays du bassin méditerranéen, en Turquie et en Europe de l'Est. Acteur bancaire international de premier plan, le Groupe dispose de plateformes et de métiers leaders en Europe, d'une forte présence dans la zone Amériques, ainsi que d'un dispositif solide et en forte croissance en Asie-Pacifique. BNP Paribas met en œuvre dans l'ensemble de ses activités une démarche de Responsabilité Sociale et Environnementale lui permettant de contribuer à la construction d'un futur durable, tout en assurant la performance et la stabilité du Groupe.



BNP PARIBAS

FORTIS

La banque
d'un monde
qui change