

Rapport de gestion Q3-2023

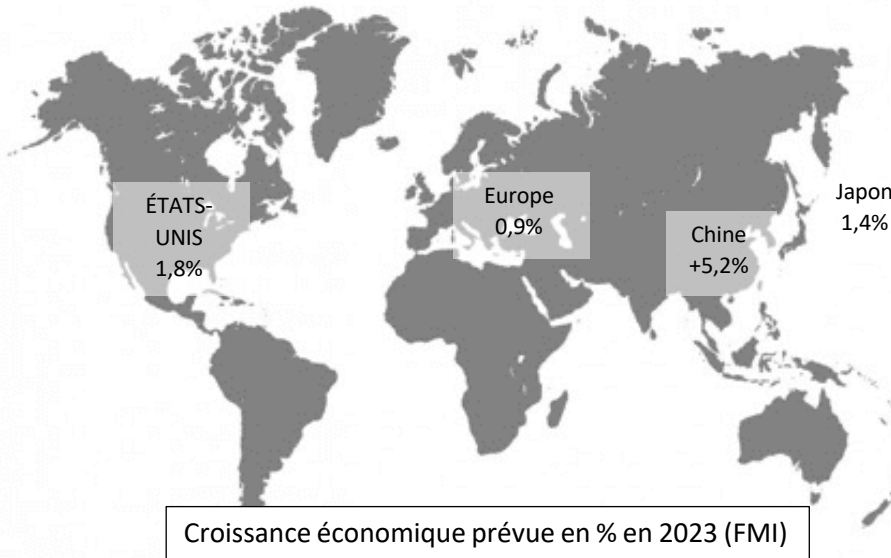
Date : 26-10-2023



COMMENTAIRE DE MARCHÉ Q3-2023

Contexte économique

Selon les prévisions de base du FMI, la croissance mondiale ralentira, passant de 3,5 % en 2022 à 3,0 % en 2023 et à 2,9 % en 2024, ce qui est nettement inférieur à la moyenne historique (2000-2019) de 3,8 %. Les économies développées devraient ralentir de 2,6 % en 2022 à 1,5 % en 2023 et 1,4 % en 2024, alors que le resserrement des politiques commence à se faire sentir. Les économies émergentes verraient leur croissance diminuer légèrement, passant de 4,1 % en 2022 à 4,0 % en 2023 et 2024. L'inflation mondiale devrait diminuer au fur et à mesure, passant de 8,7 % en 2022 à 6,9 % en 2023 et à 5,8 % en 2024.



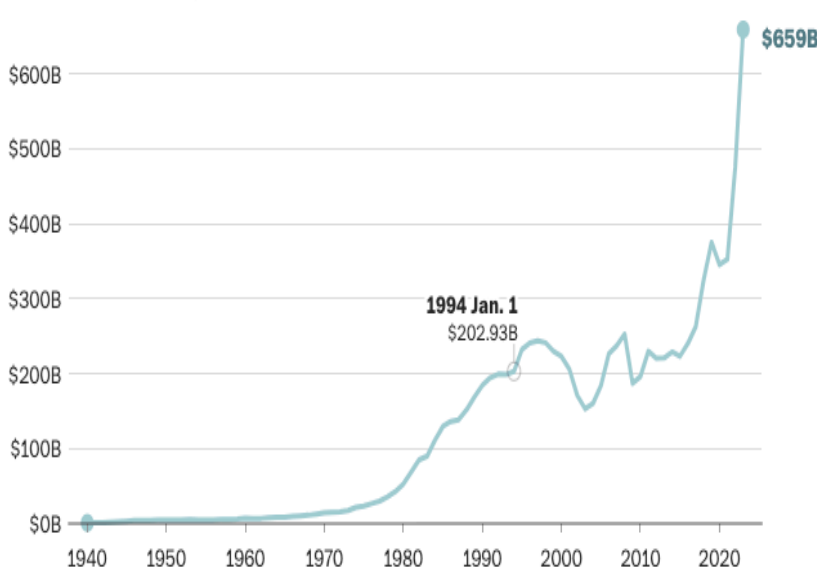
Dans son rapport d'octobre, le Fonds monétaire international (FMI) souligne que la croissance économique mondiale ralentit considérablement et sera très faible d'ici 2024. Ainsi, les pays émergents maintiennent une croissance stable tandis que les économies développées, en particulier, ralentissent de manière significative. Dans cette dernière catégorie, le FMI note la vigueur de l'économie américaine, qui se porte mieux que prévu. L'Europe, en revanche, a une croissance économique inférieure aux attentes. Il est intéressant de noter que, bien que la croissance atteigne le niveau le plus bas de ces dernières décennies, le FMI ne voit l'inflation diminuer que très progressivement. Ce n'est que d'ici 2025 que le FMI estime que l'inflation sera ramenée à son niveau cible dans la plupart des pays. Bien que les chances d'un atterrissage brutal aient diminué, le FMI estime que les attentes en matière d'inflation ont augmenté à court terme, ce qui, combiné à un marché du travail tendu, pourrait continuer à créer des pressions inflationnistes. Toutefois, la hausse des taux d'intérêt a aggravé les problèmes d'endettement. De nombreux pays en développement sont confrontés à un problème d'endettement et les économies développées doivent également faire preuve d'une plus grande discipline budgétaire.

Sur le plan économique, nous pensons que le FMI reste relativement optimiste. En particulier, la croissance plus forte que prévu de l'économie américaine ne nous semble pas pouvoir être simplement reportée sur l'année prochaine. Après tout, la croissance a été fortement soutenue par plusieurs facteurs ces dernières années. Par exemple, le gouvernement américain a mis la main à la poche pour soutenir la croissance. Les déficits budgétaires de ces dernières années n'ont jamais été vus auparavant, sauf pendant la période de la Seconde



Guerre mondiale. Le déficit budgétaire était de 15 % en 2020, de 12,4 % en 2021 et encore de 5,8 % en 2022. Dans les années à venir, le déficit devrait à nouveau augmenter. Cela montre à quel point les dépenses publiques ont financé la croissance. Il est assez difficile de déterminer dans quelle mesure ces dépenses publiques auront un impact structurel sur la croissance économique future. Des projets tels que l'Inflation Reduction Act encouragent l'investissement, ce qui peut affecter la croissance à long terme. Mais les dépenses liées au soutien financier des ménages américains n'ont pas d'impact durable. La consommation étant le principal pilier de l'économie américaine (environ 70 % du PIB), on assiste là aussi à des évolutions inquiétantes. Selon le cabinet d'études Statista, l'épargne des ménages américains a atteint 686 milliards de dollars en 2022, soit le chiffre le plus bas depuis 2009. Toutefois, l'épargne avait atteint un niveau record de près de 3 000 milliards de dollars en 2020, en partie grâce au soutien des pouvoirs publics. Le fait que l'épargne ait été fortement réduite explique en partie pourquoi la croissance économique a été plus forte que prévu ces dernières années. Toutefois, si l'on se projette dans l'avenir, ce vent favorable est en train de s'estomper. En outre, l'incertitude croissante oblige les gens à augmenter leur taux d'épargne. De plus en plus d'Américains ont du mal à joindre les deux bouts, comme le montre le Financial Related Stress Index, qui a atteint son niveau le plus élevé depuis avril 2020. C'est aussi la raison pour laquelle les lignes de crédit sont fortement sollicitées alors qu'elles sont très coûteuses. Par ailleurs, quelque 44 millions d'Américains ont recommencé à rembourser leurs prêts étudiants à partir du mois d'octobre, après une période de plus de 3 ans pendant laquelle tous les remboursements avaient été interrompus. Cette mesure s'inscrit dans le cadre d'un plan de soutien à la population suite à la pandémie.

Le gouvernement américain est également soumis à une pression accrue pour réduire les déficits budgétaires. Les républicains et les démocrates s'affrontent de plus en plus souvent à couteaux tirés. En outre, les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté ces derniers mois. Cela entraîne une forte augmentation des paiements d'intérêts sur l'encours de la dette, ce qui plonge encore plus le budget dans le rouge. Si l'on



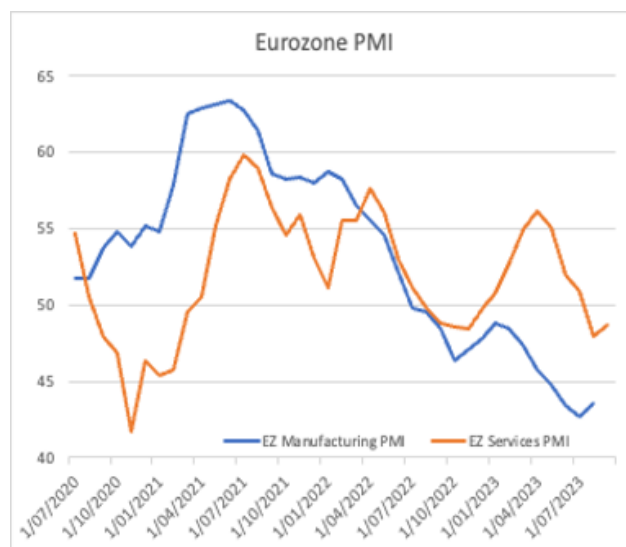
examine les chiffres, on constate des choses frappantes. L'encours de la dette du gouvernement américain s'élève à quelque 33 000 milliards de dollars. En août, le taux d'intérêt mensuel sur cette dette était de 2,92%, ce qui représente une grande différence par rapport au taux le plus bas de 1,57 % enregistré en février 2022. Selon le journal américain The Washington Post, les paiements d'intérêts du gouvernement fédéral atteignent un niveau record. Cette année, le gouvernement américain a dépensé 659 milliards de dollars en paiements d'intérêts sur sa dette.

Mettons un instant ces dépenses en perspective. Les paiements d'intérêts approchent le niveau du budget annuel que les États-Unis consacrent à la défense (environ 800 milliards de dollars) et le dépasseront bientôt. D'ici trois ans, les paiements d'intérêts représenteront la deuxième dépense du gouvernement après la sécurité sociale. Les paiements d'intérêts ont déjà doublé au cours des deux dernières années et devraient



continuer à augmenter. En effet, quelque 30 % de l'encours de la dette publique arriveront à échéance au cours des 12 prochains mois et devront donc être refinancés aux taux d'intérêt actuels, plus élevés. Au cours des trois prochaines années, environ la moitié de la dette publique devra être refinancée, ce qui représente un risque considérable.

Enfin, la question se pose de savoir dans quelle mesure ce refinancement de la dette existante exerce une pression à la hausse sur les taux d'intérêt. En effet, la banque centrale fixe les taux d'intérêt à court terme, mais les taux d'intérêt à long terme sont déterminés par l'offre et la demande du marché. Après la crise financière de 2008, les banques centrales, par leurs politiques d'assouplissement quantitatif, se sont positionnées à l'achat sur le marché obligataire afin de faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Aujourd'hui, la situation est différente. En effet, les banques centrales ont acheté tellement d'obligations ces dernières années que leur bilan est huit fois plus important qu'avant 2008. Depuis un an, elles réduisent régulièrement leur bilan. Non pas en vendant les obligations achetées précédemment, mais en ne les remplaçant pas, ou dans une moindre mesure, par de nouvelles obligations à mesure qu'elles arrivent à échéance. Cependant, cela signifie que les principaux acheteurs d'obligations, à savoir les banques centrales, ne sont plus du côté des acheteurs, de sorte que le nouvel équilibre entre l'offre et la demande entraîne une hausse des taux d'intérêt. En outre, d'autres grands acheteurs traditionnels, tels que le Japon et la Chine, sont également moins enclins à acheter des obligations d'État américaines aujourd'hui, pour diverses raisons. En conclusion, l'augmentation des taux d'intérêt devrait avoir un impact négatif sur la croissance économique. Après tout, il devient plus coûteux de financer de nouveaux projets d'investissement ou pour les familles d'acheter une nouvelle maison. L'augmentation des taux d'intérêt est donc un frein supplémentaire à la croissance économique mondiale.



En Europe, la situation est similaire. L'économie européenne est probablement déjà entrée dans une légère récession. Les indicateurs PMI indiquent un ralentissement de l'économie depuis un certain temps. L'industrie européenne est en récession depuis plus d'un an, mais jusqu'à présent, le secteur des services, plus important, a pu compenser suffisamment la faiblesse de l'industrie. Néanmoins, nous constatons que le secteur des services en Europe s'affaiblit progressivement. Les entreprises freinent également leurs projets d'investissement en raison de la forte hausse des taux d'intérêt, ce qui pèse sur les perspectives de croissance.

Pour ce qui est de l'inflation, en revanche, nous constatons une baisse constante tant aux États-Unis qu'en Europe. Certes, l'inflation a de nouveau légèrement augmenté aux États-Unis au cours des deux derniers mois, mais l'inflation de base s'est nettement ralentie. En outre, si l'on examine les composantes sous-jacentes de l'inflation, on constate qu'aux États-Unis, presque toutes les composantes se sont entièrement normalisées et sont proches ou inférieures à l'objectif d'inflation de la banque centrale. Seule la composante "logement", qui a également un poids très important dans le calcul, reste très élevée. Pourtant, nous constatons historiquement que cette composante suit l'évolution des prix de l'immobilier avec un décalage de 18 à 24 mois. Par conséquent, nous supposons qu'au cours des prochains mois, l'inflation diminuera encore aux États-Unis.

L'inflation est également en baisse en Europe. Dans notre région, ce sont surtout les prix de l'énergie qui ont poussé les taux d'inflation à la hausse. En septembre, l'inflation de base a fortement diminué pour atteindre 4,5 %. Par ailleurs, la crise industrielle affecte également le niveau des prix. Ainsi, nous assistons à une forte



INVEST4GROWTH
ASSET MANAGEMENT LTD.

baisse des prix à la production, comme en Allemagne où les prix à la production ont chuté de 15 % par rapport à l'année précédente. Malheureusement, l'inflation dans le secteur des services est beaucoup plus persistante en raison des coûts élevés de la main-d'œuvre.

Enfin, la Chine reste dans le marasme. Contrairement au reste du monde, la Chine ne connaît pas de boom post-covid. L'économie chinoise a connu une accélération significative de sa croissance, pendant un trimestre avant de s'affaiblir à nouveau en raison de la crise immobilière qui sévit en Chine. Entre-temps, le gouvernement chinois a déjà pris de nombreuses mesures pour soutenir l'économie. La dernière mesure en date comprend l'émission de nouvelles obligations d'État pour financer des mesures de soutien supplémentaires d'une valeur de 130 milliards d'euros. Cet argent sera utilisé, entre autres, pour soutenir le secteur de la construction. La Chine creuse ainsi davantage son déficit budgétaire, après avoir mis en place des programmes de soutien pour relancer la croissance économique. Par exemple, le gouvernement a encouragé l'achat de voitures électriques. Ces mesures ont eu un effet positif, comme le montrent les chiffres de la croissance au troisième trimestre. L'activité économique a augmenté de 1,3 % en glissement trimestriel. Néanmoins, des nuages d'orage subsistent en raison des difficultés financières persistantes dans le secteur immobilier et la croissance économique reste décevante.

Conclusion :

La croissance économique américaine a été extrêmement résistante jusqu'à présent. Néanmoins, nous observons les premiers signes d'affaiblissement et nous pensons que l'économie se dirigera vers une récession. À l'heure actuelle, il est difficile d'estimer l'ampleur de cette récession, car elle dépendra également des politiques monétaires et fiscales. Toutefois, nous nous attendons à ce que les pressions inflationnistes se relâchent davantage et que les banques centrales cessent de relever leurs taux d'intérêt. Il s'agirait d'un élément très positif, car les banques centrales auraient ainsi plus de possibilités d'ajuster leur politique monétaire en cas de récession plus grave.



Marchés financiers

MARCHÉS FINANCIERS

Indices d'actions mondiales

(en monnaie locale)	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
S&P 500	16,3%	26,9%	-19,4%	11,7%
Eurostoxx 50	-5,1%	21,0%	-11,7%	10,0%
AEX	3,3%	27,7%	-13,7%	5,8%
Hang Seng	-3,4%	-14,1%	-15,5%	-10,0%
Nikkei	16,0%	4,9%	-9,4%	22,1%

Marché obligataire

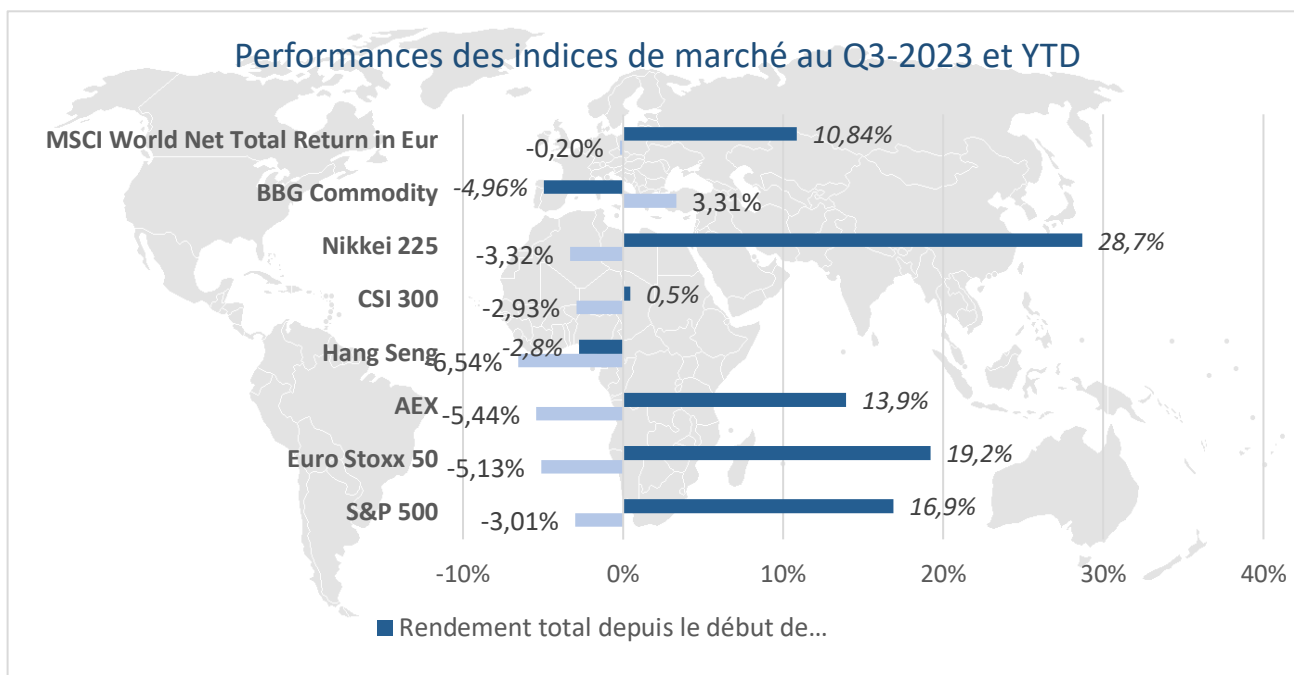
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	30/09/2023
Taux US Treasury 10 ans	0,92%	1,51%	3,88%	4,58%
Taux Allemagne Bund 10 ans	-0,58%	-0,18%	2,56%	2,84%
Taux Belgique OLO 10 ans	-0,38%	0,18%	3,20%	3,50%
Taux US Treasury 2 ans	0,12%	0,73%	4,43%	5,05%
Taux Allemagne Bund 2 ans	-0,71%	-0,64%	2,73%	3,21%
Taux Belgique OLO 2 ans	-0,58%	-0,64%	2,75%	3,43%

Matières premières

	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
Pétrole Brent	-21,5%	50,2%	10,5%	10,9%
L'or	24,4%	-4,5%	-0,4%	2,2%
Cuivre	25,8%	26,5%	-14,4%	-2,0%

Change

évolution vs euro	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
USD	-8,9%	7,4%	6,2%	1,0%
GBP	-5,7%	5,9%	-5,0%	2,3%
YEN	-3,5%	-3,8%	-6,8%	-11,3%
YUAN	-2,1%	9,4%	-2,2%	-4,6%

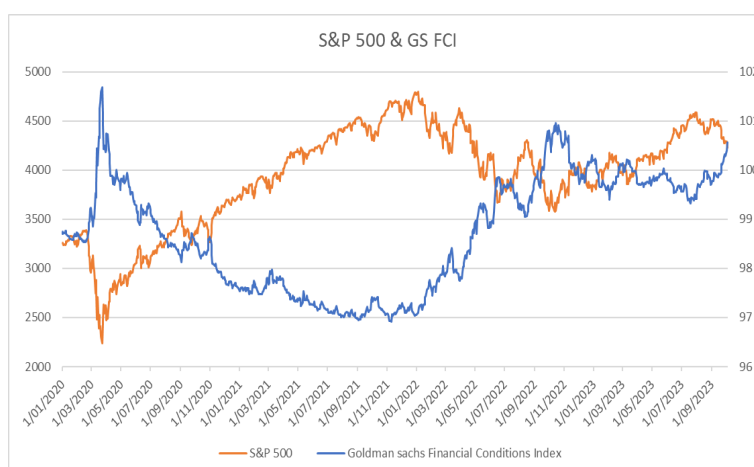


Graphique : rendements des marchés boursiers mondiaux au troisième trimestre 2023 en monnaie locale

Marchés d'actions

Au cours du troisième trimestre, les marchés boursiers mondiaux ont fortement baissé, comme le montre le graphique ci-dessus. La bonne tenue du MSCI AC World en euros s'explique par la forte appréciation du dollar au cours du trimestre écoulé, l'euro perdant plus de 3 %. Les marchés boursiers chinois ont poursuivi leur mauvaise année 2023, enregistrant déjà des rendements négatifs pour la deuxième année consécutive. Il n'y a guère eu de signes du boom post-pandémique tant espéré en Chine.

La raison de la faible performance des marchés boursiers au cours des derniers mois ne devrait pas être farfelue. La quasi-totalité des marchés étant en baisse à l'échelle mondiale, il est préférable de chercher des raisons autres qu'économiques. Il convient donc de s'arrêter un instant sur les conditions financières. Le graphique ci-dessous présente l'indice des conditions financières de Goldman Sachs. L'indice Goldman Sachs des conditions financières est une moyenne pondérée des taux d'intérêt sans risque, du taux de change pondéré, de la valorisation des actions et des écarts de crédit. Les pondérations correspondent à l'impact direct de chaque variable sur le PIB. Goldman Sachs calcule de tels indices pour les différentes grandes régions. Comme cet indice prend en compte plusieurs paramètres et pas seulement les taux d'intérêt à court terme, il peut apporter un éclairage différent sur les conditions financières qui influencent la valorisation des marchés financiers. Sur le graphique, on voit clairement qu'un resserrement des conditions financières entraîne une baisse des marchés d'actions et vice versa. Ainsi, sur le graphique, on voit clairement que les



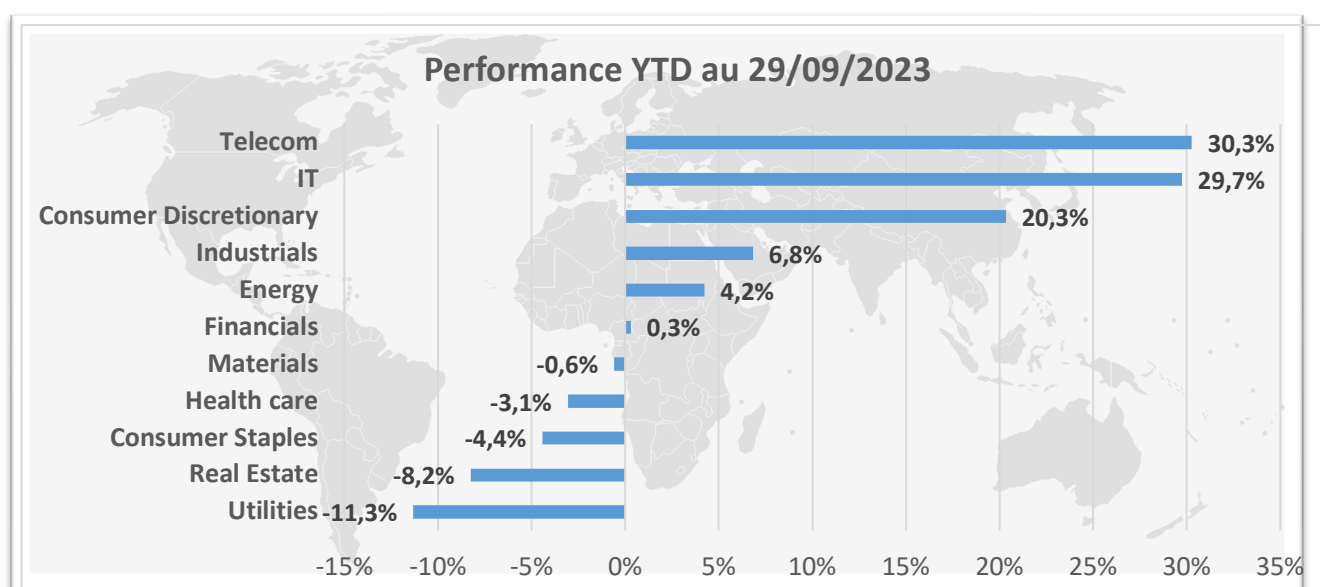


conditions financières se sont progressivement assouplies depuis le point bas du marché en octobre 2022, malgré les hausses de taux d'intérêt des banques centrales. A l'inverse, depuis le mois d'août, on constate que les conditions financières se sont fortement resserrées, entraînant une chute du marché boursier. Il ne fait aucun doute que la forte hausse des taux d'intérêt à long terme a contribué de manière significative au resserrement des conditions financières. Sachant que le gouvernement américain émettra beaucoup de nouvelles obligations dans les mois à venir pour refinancer la dette existante et financer le déficit budgétaire, on peut se demander si les conditions financières se détendront beaucoup.

Une deuxième évolution notable est celle des différences significatives entre les secteurs. Selon une étude de Bloomberg Intelligence, ces dernières années, depuis la pandémie, les différences entre les secteurs sont anormalement élevées. Historiquement, la dispersion entre les secteurs est la plus élevée pendant les périodes de fortes turbulences sur les marchés, comme en 2000 et en 2008, mais elle s'aplanit ensuite de manière significative lors de la reprise qui s'ensuit. Cette fois-ci, c'est différent. Malgré la forte reprise des marchés boursiers en 2021, les écarts sont restés nettement plus élevés et se sont encore creusés au cours des deux dernières années. Les corrélations entre les secteurs ont également évolué de manière spectaculaire au cours de la période 2021-2023 par rapport aux décennies précédentes. Par exemple, la corrélation précédemment élevée entre le secteur de la consommation non cyclique et la consommation cyclique a fortement diminué. En revanche, le secteur de la consommation non cyclique a enregistré une corrélation nettement plus élevée que par le passé avec les services publics, tandis que les secteurs pharmaceutique, manufacturier et des matières premières présentent également une corrélation beaucoup plus élevée.

Une autre observation notable est que les secteurs défensifs classiques ont été plus lourdement sanctionnés que les grands indices au cours des trois derniers mois par la hausse des taux d'intérêt. Cela ne facilite pas le choix d'une nouvelle stratégie défensive.

Depuis le début de l'année, nous avons constaté une forte surperformance des secteurs les moins performants l'année dernière, à savoir les télécommunications, les technologies de l'information et la consommation cyclique. Le secteur de l'immobilier est en mauvaise posture depuis deux ans en raison de la hausse des taux d'intérêt. L'année dernière, le secteur a perdu plus de 25 % et cette année encore, il se trouve en avant-dernière position. Toutefois, les valorisations sont particulièrement attrayantes aujourd'hui. Mais tant que les taux d'intérêt seront orientés à la hausse, le secteur sera boudé par les investisseurs.



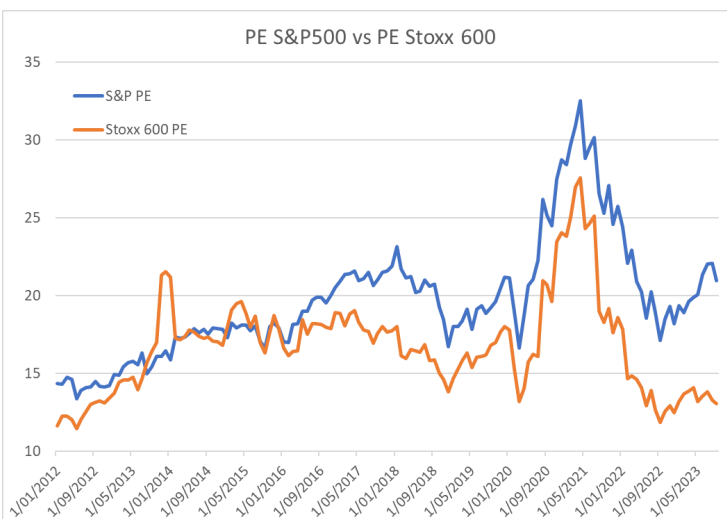
Il est également frappant de constater la très faible performance du secteur des énergies propres. Tant les producteurs que les fournisseurs d'énergie alternative ont été massacrés sur le marché boursier, alors que les

compagnies pétrolières traditionnelles ont prospéré. Le secteur financier se maintient dans la moyenne, mais la question est de savoir si la forte hausse des taux d'intérêt n'entraîne pas des problèmes sous-jacents. Au printemps, certaines banques régionales américaines ont chaviré. Il est remarquable qu'il n'y ait pas eu d'autres victimes jusqu'à présent, malgré une nouvelle hausse des taux d'intérêt.

Si l'on examine la saison des résultats en cours aux États-Unis, on constate qu'à mi-parcours, les résultats ont été légèrement supérieurs aux prévisions. Selon Factset, 78 % des entreprises ont publié des résultats supérieurs aux prévisions, les bénéfices des entreprises ayant enregistré une croissance de 2,7 % par rapport à l'année précédente. Si ce chiffre reste inchangé, ce trimestre marquerait également le premier trimestre de croissance depuis le troisième trimestre de l'année dernière. Seuls trois secteurs ont jusqu'à présent enregistré une baisse des bénéfices, à savoir l'énergie, les matières premières et les produits pharmaceutiques. Pour ce qui est de l'avenir, les analystes prévoient aujourd'hui une croissance des bénéfices de 5,3 % pour le dernier trimestre. C'est beaucoup moins que ce qui était prévu pour le 4^{ème} trimestre à la fin du mois de septembre. À ce moment, les analystes tablaient encore sur une croissance des bénéfices de 8,1 % pour le 4^{ème} trimestre. Pour l'ensemble de l'année 2023, nous arrivons à une croissance des bénéfices de 0,9 %. Pour l'année prochaine, les analystes restent optimistes. Factset a calculé que les analystes tablent sur une croissance des bénéfices de 11,9 % en 2024.

En Europe, en revanche, on assiste à une baisse des bénéfices des entreprises de l'indice Stoxx 600. Selon Refinitiv, une baisse de 9,7 % des bénéfices est attendue pour le 3^{ème} trimestre par rapport au troisième trimestre de l'année dernière. Toutefois, cette baisse des bénéfices sera attribuée au secteur de l'énergie. Sans le secteur de l'énergie, les bénéfices des entreprises seraient supérieurs de 1,7 %. Actuellement, nous n'en sommes qu'au début de la saison des résultats des entreprises européennes, mais sur base des premières publications, nous voyons une image légèrement décevante. En effet, 54 % des entreprises ont fait mieux que prévu en termes de bénéfice d'exploitation, mais seulement 40 % ont réalisé un chiffre d'affaires supérieur à ce que les analystes attendaient. Et ce chiffre est nettement inférieur à celui d'un trimestre moyen. Pour les deux prochains trimestres également, les analystes tablent sur une baisse des ventes et des bénéfices avant de renouer avec la croissance à partir du second semestre 2024. Pour l'ensemble de l'année 2023, les bénéfices d'exploitation devraient se situer au même niveau qu'en 2022. En d'autres termes, pas de croissance des bénéfices, mais pas non plus de baisse des bénéfices d'exploitation.

Un autre aspect important des marchés d'actions concerne la valorisation. Il y a deux façons de considérer la valorisation des marchés d'actions. D'une part, on peut examiner la valorisation de façon isolée et la comparer à son historique et, d'autre part, on peut également comparer la valorisation en termes relatifs par rapport aux obligations. En termes absolus, nous prenons le ratio cours-bénéfice. Pour l'indice américain S&P 500, le ratio cours/bénéfice est de 19 si l'on considère les bénéfices des 12 derniers mois. Si l'on se projette dans



l'avenir et que l'on prend en compte les bénéfices attendus pour les 12 prochains mois, le ratio cours/bénéfice tombe à 17, ce qui est nettement inférieur à la moyenne historique des 5 dernières années. Cependant, nous pensons que cette analyse n'est pas justifiée. Après tout, la valorisation comparée aux valorisations des dernières années n'a pas de sens car les taux d'intérêt sont à des niveaux complètement différents. En effet, lorsque les obligations n'offrent pratiquement aucun rendement, il n'y a guère d'alternative aux actions et les valorisations augmentent.



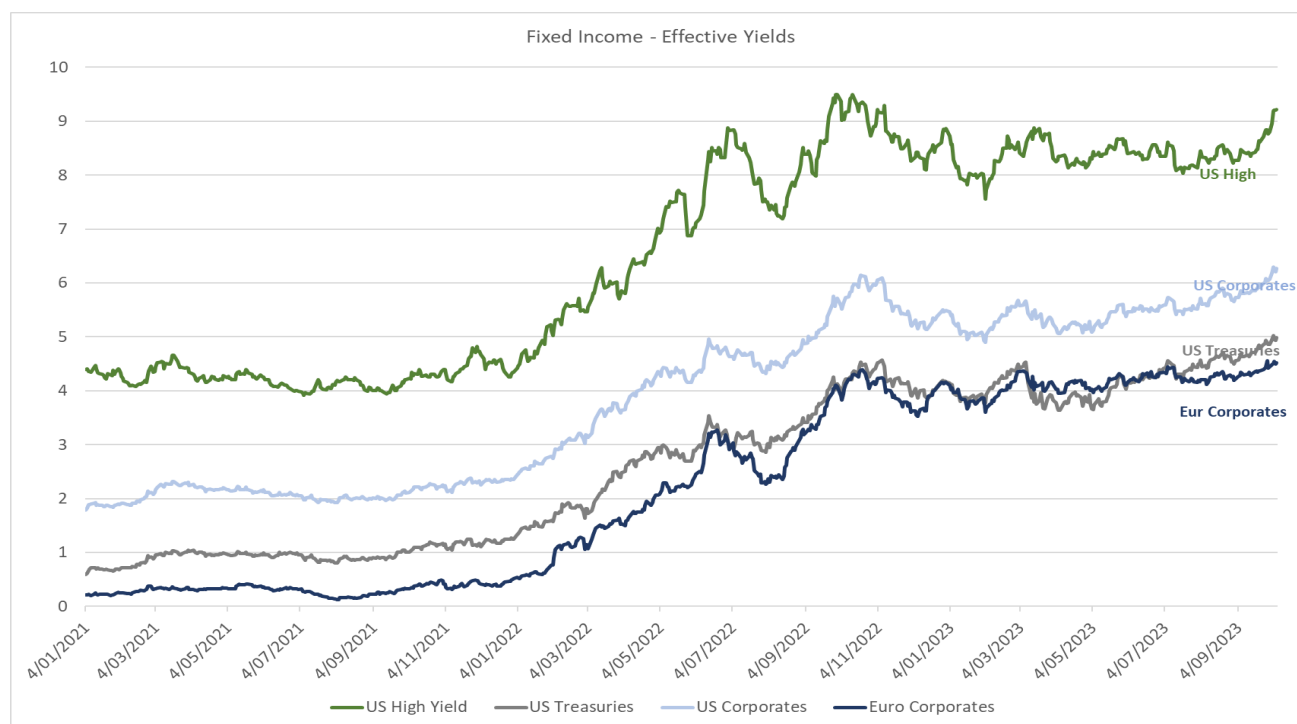
Lorsque les taux d'intérêt avoisinent les 5 %, il existe en effet une alternative aux actions et il est donc logique que les investisseurs exigent une prime de risque plus élevée, et donc une valorisation plus faible. En outre, on peut se demander si les bénéfices attendus pour l'année prochaine ne seront pas revus à la baisse en cas de récession.

En Europe, les valorisations sont beaucoup plus faibles qu'aux États-Unis. Cela a presque toujours été le cas historiquement. Pourtant, il est remarquable que l'écart de valorisation soit devenu très important. Le ratio cours-bénéfice de l'indice Stoxx 600 est de 11,8 pour 2023 et diminue légèrement pour 2024.

Si l'on compare l'évaluation des marchés d'actions à celle des marchés d'obligations, on peut dire que les marchés d'actions américains sont relativement chers, tandis que les marchés d'actions européens sont plus susceptibles d'avoir une évaluation neutre. Il convient toutefois d'être prudent dans les conclusions que l'on peut en tirer. Les marchés d'actions européens sont très différents des marchés d'actions américains en termes de répartition sectorielle. En Europe, il y a beaucoup moins de sociétés technologiques, qui ont souvent un profil de croissance plus élevé que les marchés d'actions au sens large. L'industrie européenne se trouve également dans un contexte difficile, avec un affaiblissement de la compétitivité européenne, ce qui conduit de plus en plus à une perte d'investissement en Europe au profit d'autres régions. En résumé, nous pensons que les marchés d'actions ont un attrait limité dans le contexte actuel de taux d'intérêt élevés.

Marchés obligataires

Après une année 2022 historiquement mauvaise, les marchés obligataires se sont consolidés au cours du premier semestre. En revanche, au cours du troisième trimestre, nous avons assisté à une nouvelle accélération à la hausse des taux d'intérêt, comme le montre clairement le graphique ci-dessous. Cette hausse a exercé une nouvelle pression sur les prix des obligations.



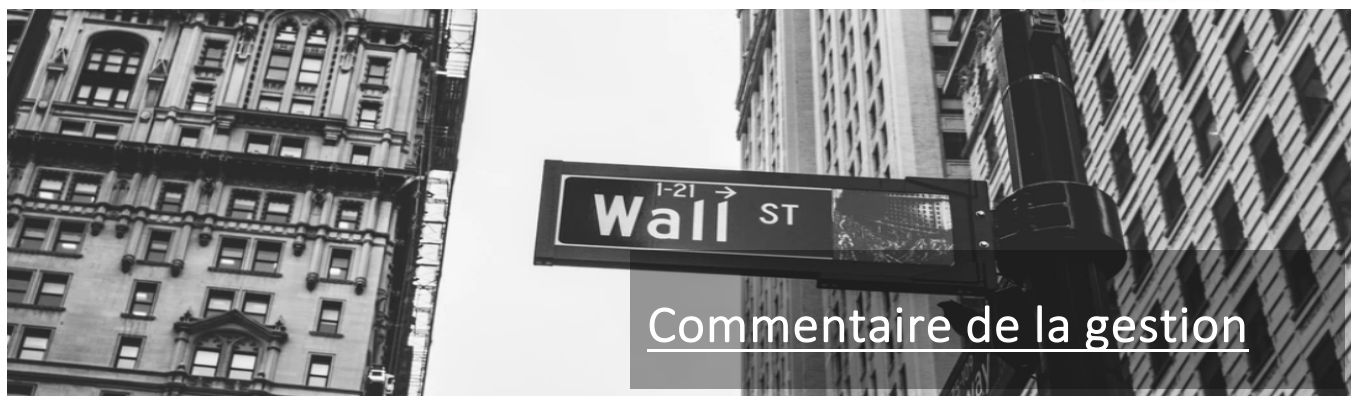
Toutefois, les niveaux actuels sont relativement attractifs. Les obligations d'entreprises américaines génèrent des rendements supérieurs à 5 %, tandis que les obligations d'entreprises européennes ont un rendement d'environ 4 %. Nous n'avons pas vu de tels niveaux ces dernières années. De plus, l'inflation est en baisse, ce

qui rend ces obligations très attrayantes. Chez Invest4Growth Asset Management, nous constituons des portefeuilles d'obligations avec une large répartition entre les secteurs, les émetteurs et les échéances, en visant généralement une échéance moyenne de 4 ans. Cela nous permet également d'absorber de manière adéquate le risque de taux d'intérêt en cas de nouvelle hausse des taux d'intérêt.

En effet, la réponse à la question de savoir si les taux d'intérêt atteignent aujourd'hui un pic ne va pas de soi. Il est à noter que la hausse des taux d'intérêt au cours des derniers mois s'est accompagnée d'une baisse de l'inflation, alors que de plus en plus de signes indiquent un déclin de la croissance économique. Pourquoi les taux d'intérêt ont-ils augmenté ? Cette hausse des taux d'intérêt a été provoquée par un changement de la relation entre l'offre et la demande qui a conduit à des taux d'intérêt plus élevés afin de trouver un nouvel équilibre entre les deux. À cet égard, nous répétons une fois de plus que les gouvernements sont accablés par une montagne de dettes en forte augmentation. En outre, de nombreux pays continuent à se débattre avec de lourds déficits budgétaires qui doivent être financés. En outre, tous n'ont pas suffisamment profité de la période de faibles taux d'intérêt pour refinancer leur dette à long terme et ainsi bénéficier de taux d'intérêt bas pendant une longue période. Les États-Unis doivent refinancer environ un tiers de leur dette au cours des 12 prochains mois, alors que, dans le même temps, les déficits budgétaires n'ont jamais été aussi importants au cours des dernières années. Même cette année, un déficit budgétaire de 1 700 milliards de dollars est prévu et ce montant devrait augmenter dans les années à venir. Dans le même temps, les banques centrales sont beaucoup moins à l'achat dans le cadre de la réduction de leurs bilans. Le danger est donc que, malgré une récession imminente, les taux d'intérêt ne baissent pas beaucoup et puissent même augmenter.



INVEST4GROWTH
ASSET MANAGEMENT LTD.



Fonds MFP Raphael's Ethical Choice

L'objectif d'investissement du compartiment est de générer une appréciation du capital à long terme en investissant globalement dans des actions avec une attention sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG). L'exposition aux actions peut évoluer entre 0 % et 100 % et est ajustée en fonction des conditions de marché par l'utilisation de produits dérivés.

Le fonds **MFP Raphael's Ethical Choice** est en baisse de **3,7%** au cours du troisième trimestre (classe d'actions B). Cela porte la performance depuis le début de l'année à +2,58% pour les neuf premiers mois de l'année.

Le troisième trimestre a d'abord bien commencé avec un mois de juillet positif pour les marchés boursiers. Cependant, la tendance s'est complètement inversée en août et les marchés ont été orientés à la baisse depuis lors. Le portefeuille a souffert de manière significative de cette baisse malgré le fait que l'exposition aux actions ait été fortement réduite. Par exemple, l'exposition aux actions a augmenté jusqu'à 90 % en juillet, pour retomber à 65 % à la fin du mois de septembre. L'évolution la plus notable du cours des actions au cours du trimestre écoulé est celle de **Novo Nordisk (+17,7%)**, dont l'action s'est scindée en deux. Cette année encore, Novo Nordisk a connu une croissance particulièrement forte et le cours de son action a augmenté de 39 % au cours des neuf premiers mois de l'année. Novo Nordisk a ainsi détrôné LVMH en tant qu'entreprise européenne la plus valorisée. Novo Nordisk, leader mondial des médicaments contre le diabète et l'obésité, bénéficie de la forte croissance des médicaments contre l'obésité. La demande est si forte que la production n'arrive pas à suivre. En outre, ces médicaments à base d'hormones GLP1, tels qu'Ozempic et Wegovy, s'avèrent également avoir un effet positif sur les maladies cardiovasculaires, ce qui élargit encore le marché d'application. Novo Nordisk a donc revu ses prévisions annuelles à la hausse. Le marché des médicaments contre l'obésité est estimé à plus de 70 milliards d'USD d'ici 2032. Novo Nordisk et Eli Lilly détiendraient chacun 45 % des parts de marché. Pour sécuriser partiellement les profits sur notre position en actions, nous avons élaboré une stratégie d'options autour de Novo Nordisk. Nous avons acheté des options put sur l'action, afin de nous prémunir contre une éventuelle chute du cours. Cette assurance a toutefois un coût. Pour le financer, nous avons vendu des options call sur l'action avec la même date d'expiration, à savoir le 15 décembre 2023. Ce faisant, nous avons partiellement renoncé au potentiel de hausse jusqu'au 15 décembre. Les prix d'exercice des deux options étaient inférieurs d'environ 10 % au cours actuel de l'action. Dans l'ensemble, cette stratégie d'option a été élaborée pour environ la moitié de la position en actions de Novo Nordisk dans le portefeuille.

L'entreprise américaine **Intuit (+11,7 %)** a également enregistré une forte hausse au cours du dernier trimestre. La société a publié ses résultats trimestriels en août pour le quatrième trimestre fiscal clos le 31 juillet. Le chiffre d'affaires total d'Intuit a augmenté de 12 % en glissement annuel au cours du quatrième trimestre fiscal. Le bénéfice d'exploitation a augmenté de 45 % et le bénéfice par action de 50 %. La solidité des segments des travailleurs indépendants et des petites entreprises a compensé la faiblesse des activités

liées à la fiscalité, au crédit et à la consommation. Intuit prévoit une croissance du chiffre d'affaires de 11 % à 12 % pour l'exercice 2024, avec un bénéfice en hausse de 12 % à 14 %, compris entre 16,17 \$ et 16,47 \$ par action. Dans l'ensemble, les résultats d'Intuit ont été meilleurs que prévu, mais il y a certainement eu un grand écart de performance au sein de l'entreprise entre la force relative de ses produits commerciaux et la faiblesse des logiciels fiscaux et des produits de crédit. Les acquisitions de Mailchimp et de Credit Karma ont grevé le bilan de l'entreprise d'un goodwill important et d'une dette plus élevée, même si la structure financière de l'entreprise reste très bonne. Le ralentissement économique attendu devrait rendre plus difficile la poursuite d'une trajectoire de croissance soutenue pour Intuit. En raison de ces risques et de la valorisation relativement élevée, nous avons décidé de mettre en place une stratégie d'options afin de couvrir partiellement les risques. Nous avons également constaté des ventes d'initiés en septembre, ce qui incite à une plus grande prudence.

IBM (+6,07%) a également connu un bon trimestre avec un cours de l'action qui a progressé à contre-courant. En outre, en octobre, IBM a publié d'excellents chiffres trimestriels, supérieurs aux attentes du marché. L'entreprise a revu à la hausse ses prévisions concernant le cash flow libre qu'elle réalisera cette année. Ainsi, IBM pense réaliser environ 10,5 milliards de dollars de free cash flow, soit 1 milliard de plus que l'année dernière. Par ailleurs, ce géant de l'informatique parvient enfin à accélérer sa croissance. Ainsi, il s'attend à une croissance du chiffre d'affaires de 3 à 5 % par rapport à l'année dernière. Le segment des logiciels en particulier a surpris positivement grâce à la demande croissante pour la plateforme d'IA Watson X d'IBM. IBM a la réputation d'être un géant lourd et se bat depuis des années avec des ventes en baisse malgré une rentabilité élevée. Ces derniers mois, nous avons vu le potentiel de croissance augmenter. Après tout, IBM continue d'investir massivement dans divers domaines, allant des semi-conducteurs, où IBM a formé un partenariat stratégique avec la société japonaise Rapidus, aux applications cloud hybrides, à l'intelligence artificielle et à l'informatique quantique. Ces deux derniers domaines en particulier pourraient devenir une activité particulièrement rentable si un ordinateur quantique commercialement viable est développé avec succès.

Cisco a annoncé en septembre l'acquisition de la société de cybersécurité Splunk pour 28 milliards de dollars. À mesure que les entreprises déplacent leur infrastructure informatique vers l'informatique dans le cloud, l'importance d'un réseau sûr et fiable ne cesse de croître. Splunk permet à Cisco d'augmenter ses revenus récurrents et de renforcer sa présence dans les domaines de la cybersécurité et de l'observation des réseaux, tout en réduisant sa dépendance à l'égard des équipements de réseau. Le bilan sain de Cisco, son flux de trésorerie disponible élevé et son dividende fiable font du géant américain des réseaux un investissement solide. Au début du mois d'août, Cisco a également publié des chiffres trimestriels solides. Le chiffre d'affaires trimestriel a augmenté de 16 % pour atteindre 15,2 milliards de dollars, tandis que le bénéfice par action a progressé de 43 %.

Parmi les moins bons résultats, nous trouvons malheureusement plusieurs noms. Comme nous l'avons déjà mentionné, nous observons un certain nombre de tendances négatives dans le secteur de l'énergie alternative. Au sein du portefeuille, des sociétés comme **Orsted (-40%)** et **Deme (-16,8%)** en ont été victimes, ainsi que **SQM (-17,8%)**. Lors des résultats trimestriels précédents, le 10 août, Orsted n'avait pas donné d'avertissement sur les problèmes rencontrés dans les parcs éoliens américains. Orsted a maintenu ses prévisions d'un bénéfice d'exploitation de 20 à 23 milliards de couronnes danoises (à l'exclusion des recettes provenant de nouveaux partenariats) et d'une augmentation des bénéfices du segment Offshore. La société a donc surpris le marché lorsqu'elle a annoncé, le 29 août, qu'elle allait procéder à une importante réduction de valeur sur les projets de développement offshore aux États-Unis. Les raisons en sont l'augmentation des coûts de construction des parcs éoliens en raison de la hausse des coûts des matières premières, de l'inflation, des taux d'intérêt et des problèmes de fournisseurs. Le cours de l'action a chuté de plus de 25 % le même jour. Nous avons vendu les actions par la suite. Nous avons sous-estimé le problème de l'augmentation des charges

financières et des coûts. Toutefois, nous pensons qu'il est peu probable qu'une solution rapide soit trouvée. En effet, nous pensons qu'Orsted devra renégocier des taux plus élevés pour compenser l'augmentation des coûts. Cela nous semble avoir peu de chances de réussir à court terme. Après tout, il y a des élections présidentielles aux États-Unis dans un an, alors que l'inflation est encore trop élevée. Dans un tel contexte, les politiciens ne seront pas enclins à renégocier les tarifs. Le fait que les projets offshore soient annulés ou retardés a également un impact sur les entreprises maritimes telles que Deme. Après la publication de ses résultats semestriels, Deme a été durement touchée par une rentabilité inférieure aux prévisions. Pourtant, Deme pense que le meilleur reste à venir. Son carnet de commandes a augmenté de 37 % pour atteindre le chiffre record de 7,7 milliards d'euros. L'énergie offshore représente environ 40 % des activités de Deme. Par ailleurs, Deme jouit d'une situation financière solide. Son ratio d'endettement est de 1,4 fois l'excédent brut d'exploitation, alors que la société vient de réaliser des investissements importants et de mettre en service plusieurs nouveaux navires. Deme récoltera les fruits de ces investissements dans les années à venir, car ces navires contribueront également aux résultats de l'entreprise à partir de maintenant.

Le fonds obtient la note maximale de durabilité Morningstar de 5 globes et a également une faible note de risque carbone Morningstar, ce qui indique que le fonds est bien positionné pour la transition énergétique.

Fonds MFP Best Strategies

L'objectif d'investissement du compartiment est de générer des gains en capital sur un horizon à moyen terme avec une volatilité inférieure à celle des marchés d'actions au sens large. Le compartiment atteint son objectif d'investissement en investissant dans de multiples stratégies alternatives, y compris, mais sans s'y limiter, les stratégies long/short, relative value, event-driven, global macro et tail risk hedging. En outre, le fonds peut également investir dans toutes les classes d'actifs.

Le **fonds MFP Best Strategies** a perdu 6,18% au cours du troisième trimestre, portant sa performance depuis le début de l'année à -5,65%.

En raison de la faible performance du thème du rendement absolu, d'une part, et des taux d'intérêt les plus élevés depuis de nombreuses années, d'autre part, le portefeuille a été radicalement modifié. La plupart des fonds à rendement absolu ont été vendus, ne laissant que 4 fonds dans le portefeuille, à savoir Pictet Mandarin, Nordea Alpha 15MA, Helium Selection fund et Lumyna - BofA MLCX Commodity Alpha. Ces fonds à rendement absolu représentent environ un tiers du portefeuille. En outre, environ la moitié du portefeuille a été investie dans des obligations individuelles, d'émetteurs solvables et avec des échéances limitées. Ensuite, une stratégie d'options est toujours appliquée en interne, ce qui reste un moteur supplémentaire pour le fonds. Enfin, le fonds est positionné de manière assez défensive et dispose d'une réserve de liquidités importante, de l'ordre de 15 %.

Cela devrait permettre au fonds d'entamer une nouvelle trajectoire de croissance. En fonction des opportunités, nous prévoyons de réduire encore les fonds à rendement absolu.

Onelife T.I.N.A. Fund

T.I.N.A. signifie "There is No Alternative" (il n'y a pas d'alternative). L'objectif du fonds T.I.N.A. est de générer une croissance du capital à long terme. À cette fin, le fonds investit principalement dans des actions mondiales. Néanmoins, le fonds dispose de la flexibilité nécessaire et peut prendre des positions dans d'autres classes d'actifs et instruments tels que les obligations, les fonds communs de placement, y compris les ETF et les

liquidités, en fonction des conditions de marché ou de la vision des gestionnaires, où chaque classe d'actifs peut représenter entre 0% et 100% du portefeuille, bien que l'objectif à long terme du fonds soit d'investir principalement dans la classe d'actifs des actions. L'indice de référence du portefeuille est l'indice MSCI World à 100%.

Au cours du troisième trimestre 2023, le fonds a légèrement baissé de 1,59%. Au cours du deuxième trimestre, nous avons apporté quelques modifications au portefeuille, notamment en augmentant le poids du secteur technologique et en vendant certaines positions de type « value ». Aucune nouvelle modification n'a été apportée au cours du dernier trimestre.

Au cours du trimestre écoulé, l'ensemble du portefeuille s'est relativement bien comporté. La plupart des fonds ont terminé le trimestre en baisse, mais dans ce contexte, la baisse du iShares MSCI World ESG a été limitée à -0,73%, grâce aussi à la force du dollar. En outre, le fonds JP Morgan Asean Equity s'est distingué avec une performance positive de 1 %. Le fonds Invesco MSCI China a également limité sa perte à -0,76 %.

En revanche, il n'y a eu que deux exceptions négatives, à savoir Comgest Growth (-8,49%) et M&G Global Listed Infrastructure qui ont fortement souffert de la hausse des taux d'intérêt. Dans l'ensemble, le portefeuille est bien équilibré et les rendements sont très satisfaisants dans ce contexte difficile.

Patronale Life Future Stability

Patronale Life Future Stability Fund est un fonds de placement collectif interne destiné à l'investisseur qui recherche un placement durable avec des rendements stables. L'objectif du fonds est de réaliser une croissance du capital sur la période d'investissement minimale recommandée de 3 ans. Le fonds a un profil de risque équilibré et atteint son objectif d'investissement en investissant dans des fonds indiciels passifs. Le fonds est géré activement et utilise un rééquilibrage mensuel.

Le fonds Patronal Life Future Stability a perdu 2,44% au cours du troisième trimestre.



Depuis le début de l'année, le rendement est de -0,36 %. Au cours du trimestre écoulé, les emprunts d'État européens ont surtout baissé en raison de la hausse des taux d'intérêt. Les obligations les plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt sont celles qui ont les maturités les plus longues. L'iShares Eur Inflation Linked ETF a perdu 3,19 %, tandis que l'Invesco Eur Government Bonds a baissé de 3,17 %. Les obligations américaines, quant à elles, ont bénéficié de la hausse du dollar, générant des rendements majoritairement positifs sur ces positions. Par exemple, l'Invesco US Treasury 3-7 ans

a gagné 1,87%. La plupart des obligations à court terme ont également connu un trimestre positif, qu'il s'agisse d'obligations européennes ou américaines.

En ce qui concerne les positions en actions, nous avons quelques valeurs dans le portefeuille qui ont surpris. Du côté positif, nous avons observé une belle hausse de l'immobilier européen, qui a progressé de 6,04 %. La position en iShares Global Timber & Forest a également connu un fort trimestre avec une hausse de 7,14%, tandis que iShares Digital Security a progressé de 3,79%. Enfin, l'énergie alternative a connu une forte variation négative. L'ETF iShares Global Clean Energy a chuté de 17,39 %.

Onelife B Invest Medium Fund

L'objectif du fonds est d'offrir une croissance stable du capital, sur l'horizon de placement recommandé, à travers un portefeuille diversifié offrant une exposition aux marchés d'actions et d'obligations. L'allocation d'actifs se fait selon une méthode d'allocation flexible et peut inclure toutes les classes d'actifs, tous les secteurs et toutes les zones géographiques, en fonction des opportunités de marché. La part investie en actions ou en fonds d'actions peut varier de 0 à 50 %, en fonction des conditions de marché. La part restante est investie en obligations, fonds obligataires et/ou instruments monétaires.

Au cours du troisième trimestre, le fonds a baissé de 3,98 %. Au sein du portefeuille, nous investissons dans des actions par le biais du fonds MFP Raphael's Ethical Choice, qui a une allocation flexible en actions. En outre, le fonds a une position en obligations d'entreprises américaines, dont une partie couvre le risque de change. Par ailleurs, le portefeuille comprend toujours une partie de stratégies de rendement absolu qui ont été fortement réduites. Le fonds présente une répartition équilibrée entre les différentes classes d'actifs.

Rendements de la gestion

Collective Funds	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	2023
MFP Raphael's Ethical Choice Fund A ACC	3,55%	0,47%	0,81%	-0,79%	-0,03%	2,78%	2,11%	-2,59%	-2,99%				3,17%
MFP Raphael's Ethical Choice Fund B ACC	3,48%	0,41%	0,75%	-0,85%	-0,09%	2,72%	2,04%	-2,66%	-3,06%				2,58%
MFP Best Strategies Fund A ACC	3,06%	0,19%	-1,20%	0,25%	-0,81%	-0,87%	-0,22%	-3,84%	-1,53%				-4,98%
Onelife T.I.N.A	3,02%	-0,37%	-0,43%	-0,05%	-0,01%	2,11%	2,05%	-1,17%	-2,42%				2,64%
Onelife Monetary Strategy plus	0,10%	0,12%	0,14%	0,16%	0,20%	0,20%	0,22%	0,23%	0,24%				1,63%
Onelife B Invest Medium	2,85%	-0,11%	0,51%	-0,59%	-0,23%	1,49%	1,18%	-2,33%	-2,84%				-0,21%
Onelife Monetalis Risk Control Model	0,70%	-0,40%	-0,01%	-0,54%	0,12%	-0,08%	0,18%	-1,70%	-1,49%				-3,20%
Patronale All-In-One	1,25%	0,37%	-1,89%	0,14%	-0,62%	0,04%	0,96%	-1,19%	-0,86%				-1,83%
Patronale Future Stability	2,91%	-0,31%	-0,43%	-0,61%	-0,27%	0,87%	1,35%	-1,43%	-2,34%				-0,36%
PI Global Opportunities	4,43%	-1,82%	0,35%	-0,44%	1,76%	-1,21%	-0,44%	-1,59%	-1,61%				-0,73%
Fonds Dédiés	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	2023
Individual Equities	7,08%	0,85%	2,28%	-1,62%	0,32%	2,96%	1,97%	-1,41%	-4,26%				8,03%
Funds & ETF's Dynamic Plus	3,51%	0,06%	-1,07%	-0,46%	0,15%	2,58%	2,50%	-1,60%	-2,27%				3,28%
Funds & ETF's Dynamic	3,20%	0,06%	-1,01%	-0,32%	0,02%	1,81%	1,85%	-1,69%	-2,11%				1,70%
Funds & ETF's Balanced	2,58%	0,07%	-0,59%	-0,22%	0,29%	1,10%	1,38%	-1,21%	-1,85%				1,49%
Funds & ETF's Defensive	1,85%	-0,09%	-0,35%	0,06%	0,29%	0,31%	0,81%	-1,07%	-1,75%				0,02%
Funds & ETF's Conservative	0,89%	-0,07%	0,43%	-0,09%	0,35%	-0,40%	0,23%	-0,78%	-1,40%				-0,86%
ETF Dynamic Plus	3,98%	-1,07%	-1,54%	-1,73%	0,33%	2,12%	3,89%	-2,61%	-1,63%				1,49%
ETF Dynamic	3,65%	-0,53%	-1,01%	-0,94%	0,32%	1,54%	3,89%	-2,01%	-1,56%				3,21%
ETF Balanced	2,87%	-0,14%	-0,47%	-0,62%	0,45%	0,92%	2,10%	-1,31%	-1,52%				2,21%
ETF Defensive	1,94%	0,11%	-0,07%	-0,39%	0,53%	0,50%	0,93%	-0,41%	-1,53%				1,59%
ETF Conservative	2,55%	-0,79%	-0,53%	0,34%	0,47%	-0,27%	0,32%	-0,02%	-1,40%				0,62%
Option Strategy risk budget 5%	1,44%	-1,25%	-1,94%	2,44%	-1,81%	1,94%	-0,87%	-10,17%	-4,33%				-14,19%

Les rendements des fonds MFP, PL Future Stability, Onelife Monetary Plus, Onelife B Invest Medium et de la stratégie d'options sont des rendements nets de frais.

Les rendements des actions individuelles et des fonds dédiés sont des rendements bruts.

Invest4Growth Asset Management Ltd.

Bovenbosstraat 26
3053 haasrode
Belgique
Tel : +32 (0)2 880 05 38

Info@i4gam.com
Site web : www.i4gam.com