

PANORAMA FINANCIER

N° 01/2022



Au-delà des sommets

ÉDITORIAL

Quel enseignement tirer de 2021 et quelles perspectives pour 2022 ? Pouvons-nous nous attendre à toucher de nouveaux plus hauts, alors que certains indices des marchés actions ont enregistré des progressions historiques au terme du mois de décembre ? C'est avec plaisir que nous abordons ces questions dans cette édition du Panorama financier à travers les analyses de nos experts en investissements.

La pandémie n'est pas encore dernière nous. Toutefois, nous pouvons être admiratifs devant l'extraordinaire capacité d'adaptation de nos civilisations, économies et politiques à affronter des situations inédites telles que celles liées à la crise du Covid-19. Ce krach sanitaire a mis en évidence et accéléré des changements dans nos modes de vie grâce à la technologie, mais a également souligné les compétences incroyables qui ont pu être développées en un temps record par les chercheurs pour mettre au point des vaccins, porte de sortie à cette crise.

Les marchés anticipent et regardent toujours devant, ce qui explique pourquoi les bourses ont globalement caracolé au-delà des espérances, se basant sur des perspectives de croissance forte et de consommation élevée. Le concept oublié de l'inflation a refait surface dans le vocabulaire financier pour faire la une des actualités

financières en cette fin d'année. Nous pensons qu'elle matérialise l'entrée dans une phase de normalisation saine économique, boursière et des politiques monétaires, et que dans un tel contexte de bonne santé économique, les bourses pourraient - de façon beaucoup plus raisonnable qu'en 2021 - encore aller tutoyer certains nouveaux sommets dans les mois à venir, mais cela ne signifie pas pour autant que cette trajectoire se fera en ligne droite !

Enfin, 2022 s'annonce sous le signe de la volonté des peuples, des politiques mais aussi des investisseurs à œuvrer pour un monde meilleur, respectueux du climat et des enjeux de limitation du réchauffement climatique, la pandémie ayant été un formidable accélérateur de conscientisation mondiale et interdisciplinaire. Il existe là des opportunités à saisir et des projets à soutenir auxquels nous serons attentifs de par notre conviction à leur valeur ajoutée en termes d'investissements responsables.

Toute l'équipe se joint à moi pour vous présenter nos meilleurs vœux. Nous tenons à vous remercier pour votre confiance.

Xavier Hannaerts

Head of Investments & Conducting Officer

La nouvelle donne

2021 : l'an 1 du nouveau cycle économique

En 2021, l'économie mondiale a connu une évolution spectaculaire après la récession de 2020. Les chiffres de croissance indiquent un redémarrage puissant de l'activité à hauteur de 6% qui a largement profité des politiques économiques très accommodantes.

Cette résilience économique devrait perdurer en 2022 : les chiffres de croissance devraient se maintenir à des niveaux remarquables (les attentes se situent entre 4 et 5%) mais naturellement plus faibles que l'année passée. Il s'agit là d'un simple phénomène de normalisation des taux de croissance, ceux connus en 2021 n'étant raisonnablement pas soutenables.

Dès lors, cette activité flamboyante a apporté son lot de doutes au sujet de l'inflation. Elle a beaucoup fait parler d'elle, aussi bien parmi les experts que parmi la population. Actuellement, les pays développés traversent une période d'inflation extraordinaire puisqu'elle se situe au plus haut des dernières décennies. Par exemple, les États-Unis ont connu jusqu'à 7% d'inflation annuelle (la plus élevée depuis 1982 !) et la Zone euro jusqu'à 5%. Nous reviendrons plus loin sur le sujet de cette inflation, mais notons d'emblée que les banques centrales prennent la question au sérieux et la plupart d'entre elles ont entamé leur processus de hausse de taux. Rappelons-le, les banques centrales, dont le but est d'assurer la stabilité des prix, remontent leurs taux d'intérêts directeurs en période d'inflation pour calmer la demande et éviter une surchauffe de l'économie.

2022 : une croissance forte qui se normalise.

L'économie américaine a été le principal moteur de la reprise mondiale avec une croissance économique réelle de presque 6%. Tous les ingrédients étaient réunis pour obtenir une croissance très forte : des politiques économiques très accommodantes, un marché du travail en rapide amélioration, une épargne considérable chez les ménages, des salaires en augmentation et des carnets de commande bien pleins.

Cela étant, certains de ces éléments bénéfiques à la croissance commencent à s'estomper : les dépenses sociales se normalisent, le taux d'épargne retrouve son niveau de pré-pandémie, la politique monétaire met progressivement fin à son soutien.

Désormais, l'économie américaine est bien moins dépendante de ces mesures d'urgence qu'elle ne l'a été, et cette bonne santé se traduit dans la baisse rapide du chômage et un marché du travail très favorable aux salariés qui profitent d'un regain de pouvoir de négociation, ce que confirment la hausse des salaires et un nombre record de démissions (+4,5 millions en novembre 2021 d'après le *Bureau of Labor Statistics* américain). Avec un taux de chômage à 4%, certains pensent même que l'économie américaine est très proche de son niveau estimé de plein emploi, ce qu'il faut aborder avec précaution car nombreux sont ceux qui ont cessé de chercher du travail et n'apparaissent plus dans les statistiques.

L'Europe a connu une croissance moins forte qu'outre-Atlantique, des périodes de confinement en début d'année et un délai plus long dans le déploiement des vaccins contre le Covid-19. Ainsi, le Vieux Continent accuse un certain retard par rapport aux États-Unis car il n'a pas encore retrouvé son niveau de PIB de pré-pandémie. Cette croissance manquée en 2021 constituera un atout pour la croissance économique dans la Zone euro puisqu'elle devrait connaître un certain effet de rattrapage. Aussi, la bonne santé financière des ménages constitue un autre avantage : les taux d'épargne dans les grands pays européens sont toujours au-dessus du niveau d'avant Covid et les taux de chômage, qui n'avaient que peu grimpé en Europe, retrouvent les niveaux de pré-pandémie.

L'inflation : LE défi à relever

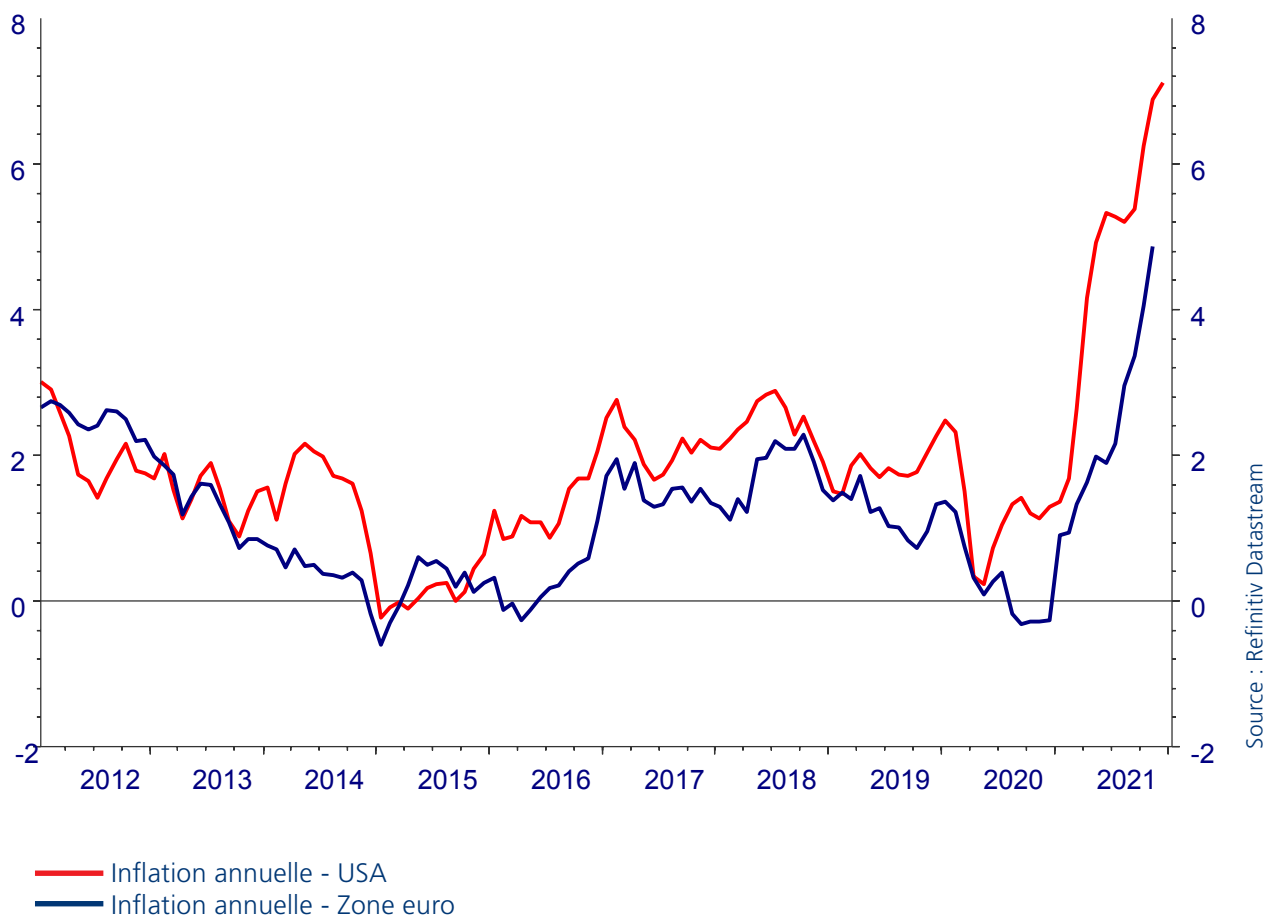
Un des thèmes récurrents du marché actions haussier a été l'intervention massive des banques centrales dans le système financier à travers leurs politiques de *Quantitative easing*. En effet, depuis la pandémie, les banques centrales des pays développés ont racheté des quantités astronomiques d'obligations en vue de permettre aux états et aux entreprises de réduire leurs coûts de financement et soutenir l'économie.

Avec la résurgence de l'inflation, la plupart des banques centrales à travers la planète ont entamé ou annoncé leurs intentions de resserrer leur politique monétaire. Les pays émergents ont été les premiers à relever leurs taux directeurs en réponse à la progression de l'inflation et en anticipation à un resserrement monétaire aux États-Unis. En effet, pour éviter une sortie de capitaux et une dépréciation encore plus forte de leurs monnaies, les banques centrales des pays émergents ont dû se montrer préventives.

Le principal acteur, la Réserve fédérale américaine (Fed), a maintenu des propos plutôt rassurants au sujet de l'inflation pendant la quasi-totalité de l'année en la qualifiant de « transitoire ». Cela dit, le gouverneur de la Fed, Jerome Powell, a drastiquement changé de discours en novembre en renonçant au terme « transitoire » et a ainsi donné le coup d'envoi d'un cycle de resserrement de la politique monétaire. Ce resserrement s'opère de manière progressive : d'abord, les rachats d'actifs opérés par la Fed dans le cadre de son *Quantitative easing* seront réduits puis cette démarche sera suivie d'une série de hausses de taux en 2022. Pour l'instant, les marchés et la Fed semblent être sur la même longueur d'ondes à ce sujet : 3 à 4 hausses de taux (25 points de base chacune) est l'issue la plus probable pour 2022.

La Banque centrale européenne (BCE) se montre plus patiente et n'affiche toujours pas d'intention de hausse de taux. Cette dichotomie avec les États-Unis s'explique d'abord par le retard que connaît l'Europe dans sa reprise économique que nous avons évoqué plus haut. Aussi, les prévisions d'inflation sont plus contenues dans la Zone euro, un peu au-dessus de la barre des 2% pour 2022 et bien en-dessous pour 2023.

INFLATION ÉTATS-UNIS ET ZONE EURO (% YOY)



PRÉVISIONS DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

	2020	2021	2022	2023
Monde	-3,1	5,9	4,4	3,8
États-Unis	-3,4	5,6	4,0	2,6
Zone euro	-6,4	5,2	3,9	2,5
Chine	2,2	8,1	4,8	5,2

Fin de la morphine budgétaire

Les aides exceptionnelles versées aux ménages et aux entreprises en 2020 et 2021 ont été un autre thème très porteur pour l'économie et les marchés financiers. La pandémie ayant drastiquement muselé les dépenses privées, la sphère publique a comblé ce vide car des deux côtés de l'Atlantique, les dépenses publiques ont joué à merveille leur rôle de stabilisateur automatique.

Aujourd'hui, les économies mondiales ont moins besoin de cette assistance et le soutien budgétaire devrait s'estomper. La situation aux États-Unis illustre parfaitement cet état de fait : après un soutien plus que considérable en 2020/21, les prévisions du Bureau de la gestion et du budget de la Maison blanche (*Office of Management and Budget*) envisagent une réduction remarquable du déficit public pour 2022. Ce dernier passerait de 16,7% à 7,8% du PIB. Ce retrait des dépenses publiques aura inévitablement un effet de contraction sur l'économie américaine.

En Europe également, d'après les prévisions d'automne de la Commission européenne, le déficit public de la Zone euro devrait connaître un effet similaire. Toutefois, à moyen terme, des retombées économiques positives sont attendues à travers le plan budgétaire *Next Generation EU* qui met les fonds européens à disposition des États membres.

Marché actions, quand tu nous tiens.

Plusieurs raisons expliquent notre faveur aux actions pour l'année 2022. Bien que les perspectives de croissance et de bénéfices s'amenuisent, elles restent tout à fait correctes et à un niveau supérieur à la moyenne.

Ce niveau d'activité économique devrait permettre aux entreprises d'enregistrer une croissance des bénéfices en normalisation mais qui demeure plus qu'acceptable (entre 7 et 10%) et fait espérer une performance élevée à un chiffre des marchés actions. Comme en témoigne le graphique ci-contre, le rendement des bénéfices des marchés actions reste bien supérieur au rendement des marchés obligataires.

Dans cet environnement de croissance élevée et de lutte contre l'inflation, le resserrement monétaire devrait contribuer à une remontée des taux obligataires, ce qui ne confère que très peu d'attrait à la classe d'actifs compte tenu du rendement négatif qui en découle.

De plus, les actions constituent une protection efficace en période d'inflation supérieure à 2% mais qui reste contrôlée.

Dans ce paysage plutôt dégagé, certains éléments tels que l'initiation du cycle de remontée des taux ou la bonne performance passée des marchés actions peuvent semer le doute. Toutefois, historiquement, le début d'un cycle de hausse des taux n'est pas nécessairement synonyme de fléchissement des marchés actions : ils peuvent tout à fait continuer de progresser si les perspectives économiques sont bonnes.

Choisir les économies développées et préserver l'équilibre sectoriel

Les économies développées demeurent nos favorites, compte tenu des perspectives de croissance tout à fait correctes. Les marchés émergents, quant à eux, restent dans une situation difficile pour plusieurs raisons. Tout d'abord, la situation sanitaire y est plus compliquée car les taux de vaccination y restent faibles. Aussi, ils se heurtent à une inflation sévère et leurs banques centrales ont été poussées à relever rapidement leurs taux directeurs avant même que la Fed n'y procède, ce qui réduit l'attractivité de leurs marchés actions. Sachant que les taux remontent dans les pays développés et que la situation économique présente des risques en Chine, les pays émergents n'ont pas la faveur vis-à-vis des économies développées.

Sur le plan sectoriel, l'année 2021 a commencé par un retour en fanfare des secteurs cycliques tels que la Finance et l'Énergie. À partir de l'été, la situation s'est équilibrée : la Technologie a enregistré de bonnes performances qui l'élèvent aux rangs des meilleurs performeurs de l'année.

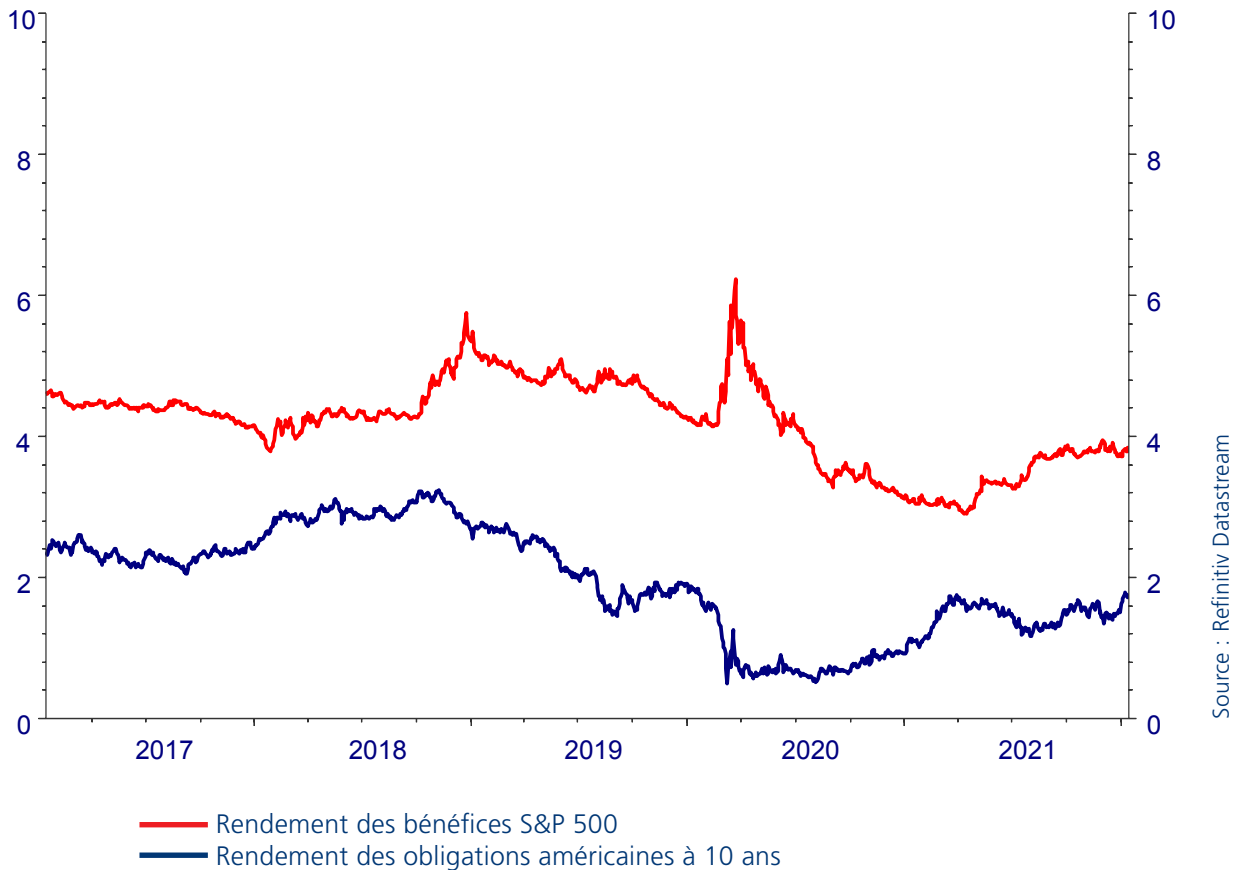
Pour 2022, nous recommandons une allocation sectorielle plutôt équilibrée à ce stade du cycle économique. Il est prudent de garder une exposition aux secteurs cycliques dans cette période d'inflation soutenue et de remontée des taux, mais le pic de croissance et d'inflation étant majoritairement dépassé, il est préférable d'équilibrer l'allocation à travers des secteurs profitant de tendances de long terme tels que la Technologie et la Santé.

Quant à l'obligataire, même si nous trouvons que les taux souverains ne représentent pas une classe attractive cette année, nous continuons de favoriser la dette privée. Parmi les classes les plus risquées, la dette à haut rendement et la dette émergente pourront présenter des opportunités d'entrée à des moments de volatilité. C'est pourquoi il est opportun de conserver de la liquidité au sein des portefeuilles pour profiter de ces éventuels points d'entrée.

Les risques

Bien entendu, notre scénario de base comporte un certain nombre de risques qui peuvent l'affecter négativement.

La pandémie de Covid-19 n'étant toujours pas terminée, elle apporte son lot d'incertitudes car certaines vulnérabilités sont toujours d'actualité. Si la vaccination se trouve à un stade plutôt avancé dans les pays développés, de nouvelles vagues ne sont pas à ignorer, en témoigne la vague Omicron. De plus, les pays émergents constituent une autre source de vulnérabilité car les taux de vaccination étant faibles, le développement de nouveaux variants y est particulièrement propice.

RENDEMENT DES BÉNÉFICES & RENDEMENT DES OBLIGATIONS AMÉRICAINES À 10 ANS

Aussi, la Chine représente un risque pour la croissance économique mondiale en 2022. Rappelons le combat très strict qu'elle mène face à la pandémie en usant de sa politique de « zéro cas » qui consiste à rapidement confiner une zone dès l'apparition d'un cas de Covid d'une part, et d'autre part, la politique de « prospérité commune » qui met en avant une croissance économique plus équilibrée : toutes deux posent un risque à la croissance puisqu'il ne s'agit désormais plus de parvenir à la « croissance à tout prix ».

Enfin, une dernière crainte qui risque de faire ralentir l'économie et d'apporter de la volatilité sur les marchés est la question de l'inflation. Certes, la Fed a reconnu son caractère plus persistant, mais des surprises à la hausse menacent de contraindre la Fed à se diriger vers des hausses de taux plus hâtives, ce qui n'est pas sans risque pour les marchés.

Aykut Efe
Economist & Strategist

Xavier Hannaerts
Head of Investments & Conducting Officer

Regarder le bon côté des choses

L'année 2021 a été marquée par de fortes tendances, tant à la hausse qu'à la baisse, sur les taux sans risques européens et américains. Dans un tel contexte, les banques centrales ont marché sur des œufs pour judicieusement enclencher leurs resserrements monétaires.

2022 sera donc l'année des hausses de taux. Certes, elles auront majoritairement lieu aux USA, mais par ricochet l'Europe ne sera pas épargnée. Dès lors, comment procéder pour protéger au mieux les positions et les intérêts des investisseurs obligataires face à cette inévitable érosion du capital ?

Des taux à la hausse, mais pas en ligne droite

Tout d'abord, nous n'anticipons pas une remontée des taux de façon linéaire. Ces dernières semaines, l'impact du variant Omicron laisse planer le doute quant à de potentielles répercussions sur la croissance. Mais cela n'est pas notre scénario. De plus, même si le pic d'inflation devait se confirmer, une stabilisation élevée est attendue. Ces effets sont de nature assez forte pour redresser les taux longs. Par ailleurs, la Fed pourrait enclencher la remontée de ses taux directeurs à partir de la fin du premier trimestre et appliquer un pas de 25 points de base par trimestre, démarche qui va continuer de tirer les taux vers le haut, et les taux courts en particulier.

Au sein de la Zone euro, la situation est quelque peu différente car la pression qu'exerce l'inflation sur la BCE est plus faible. Par conséquent, Christine Lagarde n'estime pas nécessaire d'agir aussi rapidement. Toutefois, les taux longs européens vont, comme à leur habitude, emprunter un trajet quelque peu similaire à celui de leurs homologues américains. En dépit de cela, nous pouvons tout de même nous attendre à ce que l'institution basée à Francfort enclenche des discussions sur la gestion de son bilan et une éventuelle hausse de taux dès l'été.

Savoir raison garder

C'est une évidence : les taux vont monter en 2022. En revanche, soulignons qu'ils ne vont pas non plus grimper en flèche. Les banques centrales resteront présentes et relèveront les taux de façon progressive. Désormais, 4 hausses de taux sont attendues pour 2022 aux USA, et les taux longs devraient rester largement sous la barre des 3%, seuil à partir duquel un impact pourrait se faire sentir sur les finances des entreprises.

TAUX SOUVERAINS AMÉRICAIN ET ALLEMAND À 10 ANS

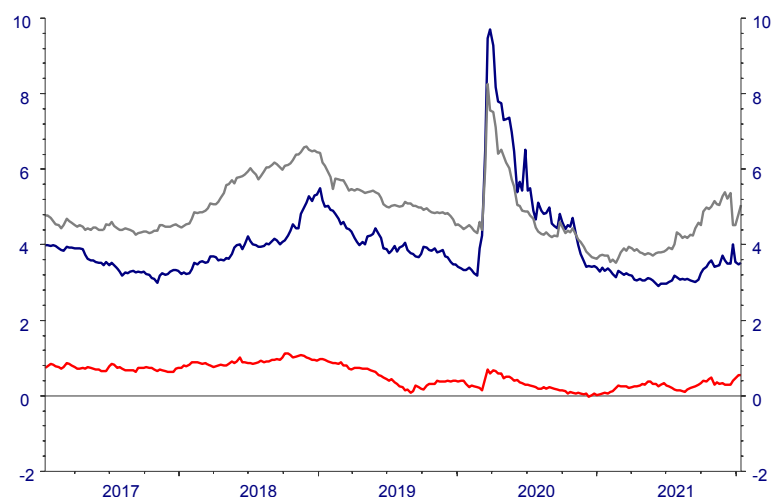


Source : Refinitiv Datastream

— Taux américain à 10 ans (Échelle de gauche)

— Taux allemand à 10 ans (Échelle de droite)

TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS PRIVÉES %



Source : Refinitiv Datastream

— EUR Investment Grade

— EUR High Yield

— Emerging Markets

Des solutions s'offrent à nous

Même si 2022 sera l'année du resserrement monétaire, nous n'en restons pas moins dans un environnement très accommodant. La liquidité demeurera abondante, les banques centrales présentes et surtout la croissance restera forte. La recherche de rendement à tout prix permettra aux actifs risqués de bien performer. Par voie de conséquence, nous chercherons à amortir l'impact des hausses de taux en trouvant des solutions de placement qui offrent des rendements supérieurs et des durations (sensibilité aux mouvements de taux) les plus faibles possibles. Heureusement, l'environnement obligataire recèle des opportunités qui nous permettent d'envisager des solutions.

- Les obligations d'entreprises Investment Grade (notées jusqu'à BBB-)

Cette solution convient aux investisseurs les plus défensifs. Cependant, il faut favoriser les obligations en euros qui restent soutenues par les achats de la BCE. Certes, les *Spreads* sont chétifs avec des niveaux de 95 points de base, mais ils permettent toujours de compenser une partie de la hausse des taux. Aussi, la durée est contenue et se situe autour des 5 ans, ce qui limite l'impact sur le capital.

Cette solution amène également à considérer les obligations américaines, avec un bémol toutefois : une attention particulière est à porter à la durée, car les indices de référence ont une durée trop longue (entre 9 et 10 ans). Dans la perspective de limiter davantage les risques, une couverture du risque de change peut se révéler opportune.

- Les obligations d'entreprises des pays émergents

Les dettes gouvernementales des pays émergents demeurent trop à risque face au resserrement monétaire américain, même si les fondamentaux de ces pays affichent des niveaux plus solides que lors des dernières périodes de resserrement monétaire. De plus, les risques inhérents au coronavirus pèsent lourdement sur ces pays, où la couverture vaccinale demeure très fragile.

Cela étant, les entreprises sont moins sensibles à ces difficultés que les états, et leurs fondamentaux sont pour la plupart très bons. Les complications liées au marché immobilier chinois ont déjà violemment touché les valorisations, et même si tout n'est pas réglé, nous pouvons prudemment songer à une stabilisation. De plus, ce segment n'a aucune répercussion sur les autres activités chinoises ou sur les autres zones géographiques.

L'intérêt majeur de cette solution réside dans le fait que ces obligations offrent une durée contenue (environ 5 ans) et des taux de rendement très élevés (4,57% en dollars).

Néanmoins, la diversification est primordiale sur cette classe d'actifs. Il est donc crucial de privilégier des investissements en fonds ou ETFs avec, autant que faire se peut, une couverture du risque de change en dollars.

- Les obligations d'entreprises High Yield (notées inférieures à BBB-)

Certes, il s'agit là d'une des classes d'actifs obligataires les plus risquées, mais c'est aussi, selon nous, celle qui offre la plus forte résistance à la hausse des taux. Cette solution amène à privilégier les investissements en euros qui demeurent implicitement soutenus par la BCE. Soulignons que les taux de défaut s'affichent toujours à de faibles niveaux grâce aux mesures mises en place par les gouvernements face à la pandémie.

Enfin, sa durée faible (moins de 4 ans) et son rendement élevé (3,5%) permettent de profiter d'un coussin confortable avant de prendre sur le capital.

Soulignons encore qu'il faut garder à l'esprit le caractère supplémentaire risqué de ces classes d'actifs (surtout pour la dette émergente et le High Yield). Rappelons qu'il convient d'investir dans ces dernières avec prudence et parcimonie. De plus, nous pensons que le premier trimestre de l'année pourrait apporter de la volatilité avec l'enclenchement de la hausse des taux de la Fed. Cette volatilité devrait également se répercuter dans les spreads de crédit. En revanche, cela permettra d'offrir des points d'entrée plus intéressants dans ce type d'obligations.

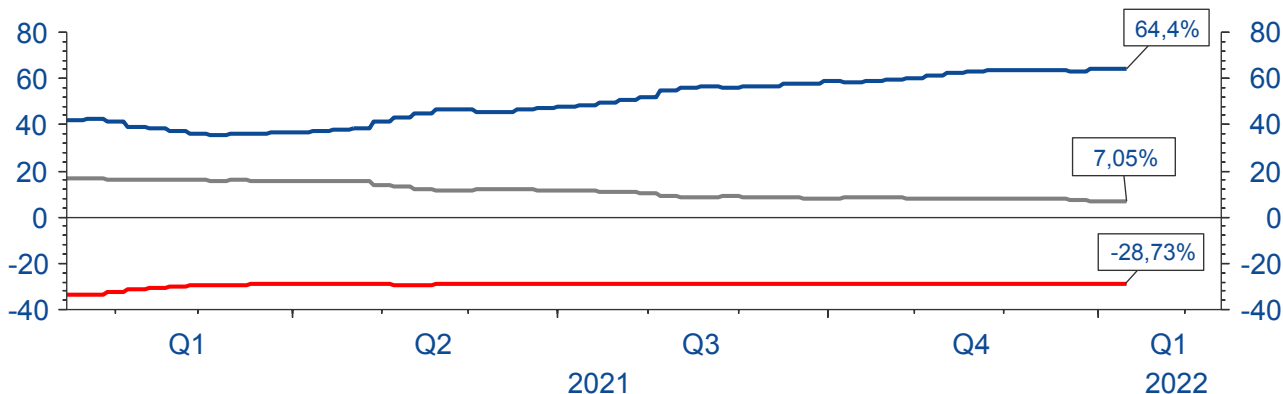
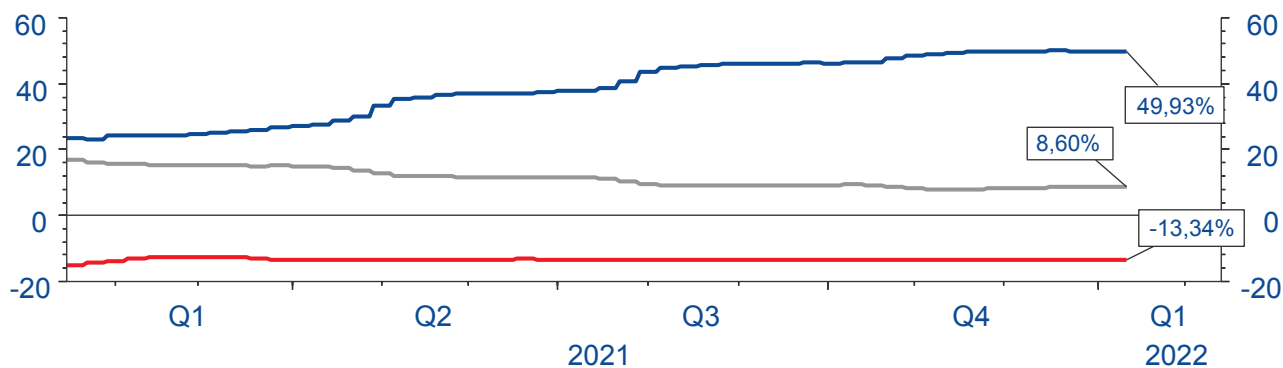
Cap sur un horizon équilibré justement dosé

2021 : une année charnière hors norme !

Un mois de décembre marqué par une certaine volatilité est venu clôturer un exercice 2021 difficile à naviguer mais extrêmement rémunérateur, *in fine*, pour les investisseurs actions. À l'image de ce dernier mois, l'année 2021 aura été une année charnière, celle de l'espoir d'une reprise économique totale, parfois contrarié par l'émergence de nouveaux variants ou par les craintes d'un resserrement monétaire trop brutal. Ainsi, la première partie de l'année a clairement favorisé les secteurs cycliques, grâce au déploiement des vaccins, jusqu'au coup d'arrêt porté par l'émergence du variant Delta qui a fini par favoriser à nouveau les secteurs offrant la meilleure visibilité. L'accalmie de cet automne et le contexte de reprise ont ensuite permis la relance de la rotation sectorielle entamée en début d'année, et le variant Omicron n'aura finalement eu que peu d'impact sur elle.

Malgré des rotations brutales et une lecture du marché parfois compliquée, notamment en Europe, l'année 2021 restera dans les annales comme une année exceptionnelle, le marché actions s'arrogeant plus de 25% en EUR. Et pourtant, la hausse des marchés ne semble pas exubérante au regard des fondamentaux : elle a été soutenue par la croissance exceptionnelle des bénéfices par action, de l'ordre de +50% aux États-Unis et d'environ +70% en Europe. Surtout, elle est venue refléter l'adaptabilité extraordinaire des entreprises à un contexte inédit : télétravail, rupture des chaînes d'approvisionnement, besoin d'innovation. Cette période charnière a également accéléré l'intégration des facteurs ESG à la communication de la plupart des sociétés, soulignant ainsi l'importance croissante des données extra-financières.

ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES S&P 500 ET STOXX 600



Des opportunités restent à saisir

S'il peut être tentant de prendre ses bénéfices, nous estimons qu'il existe encore des opportunités sur les marchés actions et qu'il serait préférable de rester investi dans cette classe d'actifs. En effet, nous estimons que plusieurs vecteurs de croissance demeurent présents et devraient continuer à porter les marchés pour cette nouvelle année. En 2022, le consensus des analystes table encore sur une croissance des bénéfices par actions de l'ordre de 7 à 10% en Europe et aux États-Unis.

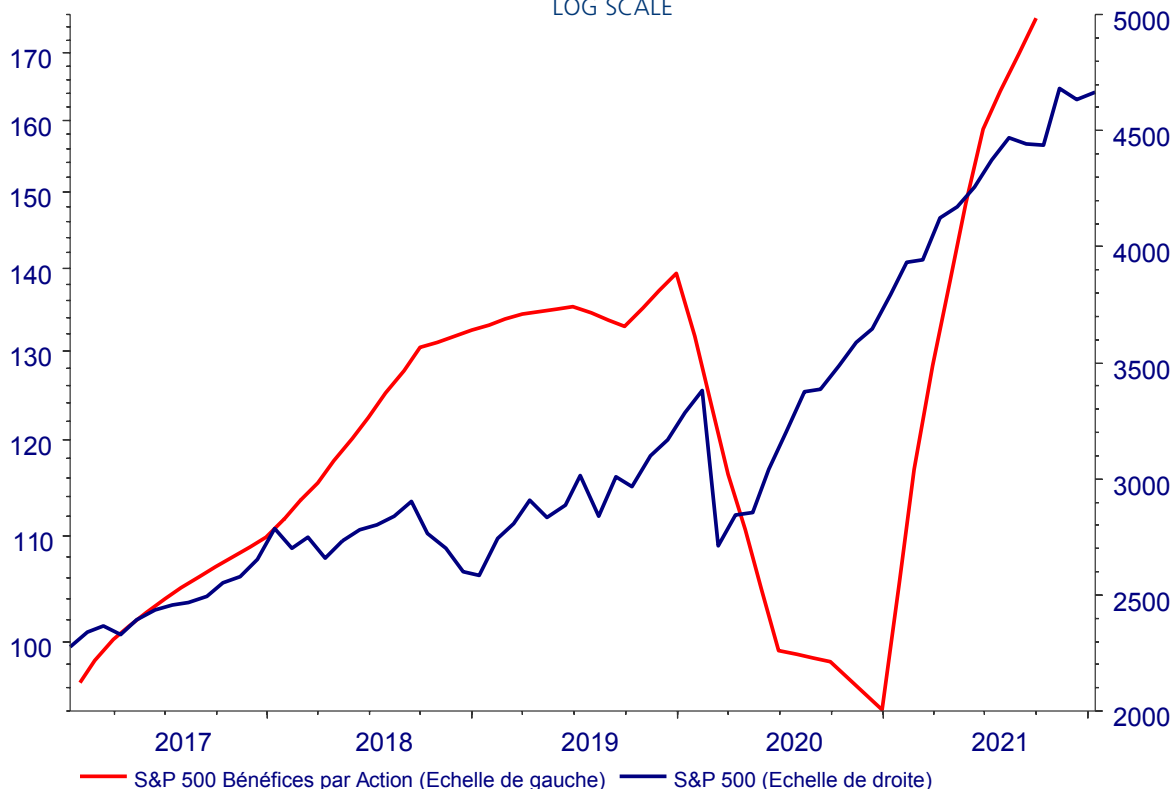
Tout d'abord, les goulots d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement devraient progressivement se dénouer. Alors qu'ils ont pesé sur les marges des entreprises faisant face à une explosion de leurs coûts, la situation devrait désormais se normaliser. Ce phénomène a conduit à une baisse des estimations de ventes dans de nombreuses industries, non pas à cause d'une demande faible, mais du fait des ruptures d'approvisionnement. Le pire étant derrière nous, 2022 devrait être une nouvelle année de surprises positives sur les ventes et bénéfices du marché dans son ensemble.

De plus, la Chine, en net ralentissement depuis un an, devrait avoir atteint le niveau plancher de sa croissance. Le resserrement des conditions financières aussi bien que les ingérences politiques répétées du gouvernement chinois dans l'économie semblent derrière nous.

La situation sanitaire aura, une fois de plus, été au centre de l'attention des investisseurs cette année. Avant plus de visibilité sur la souche Omicron et son impact, le marché devrait rester otage de l'évolution de la situation. Toutefois, même si la fin des restrictions de mobilité devait être retardée, 2022 devrait être la dernière année largement impactée par la situation sanitaire, d'autant plus que des traitements anti viraux devraient être prochainement disponibles et que l'économie a prouvé son adaptabilité à la situation. Le sentiment du consommateur et des entreprises devrait donc continuer à être positif.

S&P 500 & BÉNÉFICES PAR ACTION

LOG SCALE



Source : Refinitiv Datastream

La clé : un équilibre bien dosé

Si nous sommes positifs sur l'ensemble du marché actions, il convient tout de même d'aborder cette année avec discernement : prendre en compte une inflation qui reste assez élevée et une réouverture totale des économies qui s'accompagnera d'un resserrement monétaire certain, tout en étant positionné sur des thématiques cycliques bénéficiant de la normalisation des habitudes de consommation.

En l'absence de réelle visibilité, nous continuons de penser que seuls les investissements qualitatifs de long terme s'avèreront relativement fructueux. Toutefois, à moyen-terme, les thématiques d'investissement plus cycliques peuvent être jouées dans un contexte de pressions inflationnistes et de remontées de taux. Nous sommes sensibles au niveau de valorisation des sociétés et plus particulièrement à leur avantage compétitif, tout comme à leur *pricing-power*, et donc leur capacité à répercuter des hausses éventuelles de coûts sur leurs clients. Cet équilibre, quoique délicat, devrait permettre une bonne diversification de portefeuille, tout en captant les opportunités, encore nombreuses, de plusieurs segments du marché actions.

Ainsi, d'un point de vue sectoriel, nous affichons une préférence pour les sociétés technologiques, industrielles et les acteurs de la Santé. Ces derniers continuent d'investir de manière efficace dans la R&D – en attestent le nombre de vaccins et de cocktails d'anticorps développés en un temps record – et profitent encore de valorisations attractives. Les valeurs technologiques, en dépit de valorisations parfois élevées qui pourraient souffrir des pressions inflationnistes à court terme et d'une remontée des taux de référence, continuent de présenter des opportunités de croissance extraordinaires en raison d'une demande soutenue, en particulier à l'égard des services Cloud. Les valeurs les plus cycliques du secteur pourraient encore continuer de

bénéficier, à court terme, de la reprise économique et de la pression que cette dernière génère sur la demande de semi-conducteurs. De même, les sociétés industrielles, plus justement valorisées, devraient continuer de bien se porter et de voir leur activité stimulée par la reprise économique et la mise en place de plans d'infrastructure majeurs, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. À plus long terme, elles devraient également profiter d'un momentum positif lié à la digitalisation et à l'automatisation des processus industriels. La plupart des sociétés industrielles semblent également sortir de la crise actuelle avec une structure de coûts optimisée et un bilan sain, facteurs qui pourraient encourager les opérations de croissance externe.

De plus, nous privilégions également le secteur de la Consommation discrétionnaire en favorisant les segments de marchés qui devraient être en capacité de profiter pleinement de la reprise économique en captant l'épargne excédentaire des ménages et en déployant un certain *pricing-power*. À cet égard, nous privilégions particulièrement le sous-secteur du Luxe.

Nous estimons également qu'il convient d'avoir une exposition aux secteurs de l'Énergie et de la Finance. Ces deux secteurs offrent une bonne protection face à un risque d'inflation élevée et dans un contexte de hausse de taux.

À l'inverse, nous recommandons, à ce stade du cycle, de limiter l'exposition aux secteurs de l'Immobilier, des Matériaux de Base, des Services aux Collectivités, et de la Consommation de Base.

**Équipe
Equities**



Grille d'allocation

Nous profitons de cette publication de début d'année pour partager une vue synthétique de nos principales vues pour l'année 2022.

■ Faveur maintenue aux actions (+)

- L'attractivité relative des actions vis-à-vis des obligations est toujours présente.
- Croissance économique, croissance bénéficiaire, conditions financières relativement accommodantes et prime de risque comme supports.
- Les actions sont un *hedge* face à une *mild inflation* élevée mais contrôlée.
- Les marchés développés sont préférés par rapport aux marchés émergents.
- Positionnement sectoriel équilibré entre segments de croissance et cycliques tout en cherchant une capacité de pricing power

■ Obligations – 2022 : une année d'inflation et de resserrement monétaire

- Le risque de duration reste toujours peu attractif dans cet environnement.
- La solution : augmenter le *carry* sur opportunité, selon la volatilité.
- Considérer le *High Yield* et la Dette émergente privée.

Allocation générale d'actifs

Actions	+
Obligations	-
Liquidités	=
Duration	-

Actions

Régions

USA	+
Europe	+
Marchés émergents	=

Secteurs préférés

Consommation Discrétionnaire	+
Industrie	+
Technologie	+
Santé	+

Obligations

États

USA	-
Europe	-

Sociétés

Europe/US Investment grade	+
Europe/US High Yield	=
Dette émergente	=

Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de Spuerkeess Asset Management S.A. (nom commercial de BCEE Asset Management S.A.) ou de Spuerkeess (Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg). Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, pour lesquelles Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de Spuerkeess Asset Management S.A. ou de Spuerkeess. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Spuerkeess Asset Management S.A. et Spuerkeess ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Spuerkeess et de Spuerkeess Asset Management S.A.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@spuerkeess-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : Spuerkeess Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <http://www.spuerkeess-am.lu>



SPUERKEESS
Asset Management

6A, rue Goethe, L-1637 Luxembourg, Tél.: (+352) 26 895-1,
e-mail: secretariat@spuerkeess-am.lu, www.spuerkeess-am.lu