

Perspectives d'investissement de la BIL

Vingt-deux questions pour 2022

Document rédigé en date du 22/11/2021

Introduction par Fredrik Skoglund, CIO du Groupe



d'approvisionnement et de croissance des salaires. **Fredrik Skoglund**

La situation s'est sensiblement améliorée par rapport aux jours les plus sombres de la pandémie : les vaccins ont progressivement remplacé les nécessaires mesures de confinement total, de couvre-feu et de fermeture des frontières. L'économie a elle aussi parcouru un long chemin depuis le creux atteint en 2020. En 2021, la croissance et les bénéfices des entreprises ont enregistré des niveaux supérieurs aux attentes, grâce à l'efficacité des mesures de relance budgétaire et monétaire. En effet, en juillet de cette année, le *Business Cycle Dating Committee* (comité de datation des cycles économiques) du *National Bureau of Economic Research* a estimé qu'aux États-Unis, la récession induite par la pandémie, qui n'a duré que deux mois, a été la plus courte jamais enregistrée. Cette brièveté record n'a toutefois absolument pas été synonyme de récession édulcorée : elle a également été la plus abrupte et, à ce titre, le retour à la « normalité » n'est pas de tout repos, et le monde de l'investissement se heurte à un manque

de repères historiques.

En début d'année dernière, de nombreux économistes s'accordaient à dire que la grande réouverture serait le catalyseur d'un boom économique semblable à celui des années folles ou, selon les termes plus policés de l'OCDE, que « la consommation privée devrait bénéficier de la levée des mesures de confinement et de la baisse concomitante de l'épargne des ménages, qui finance une demande refoulée considérable (i) ». Après avoir été cloîtrés chez eux une longue année, les consommateurs allaient certainement se ruer dans les centres commerciaux et dépenser leur argent sans compter, ouvrant ainsi une nouvelle ère de prospérité économique. Les données montrent pourtant que les Américains et les Européens ont encore à leur disposition un surplus d'épargne de 2.700 milliards de dollars accumulé pendant la crise (ii).

Le scénario du « boom de la consommation » s'est rapidement heurté à des contraintes liées à l'offre. Les pénuries, qui concernaient au début de la pandémie des produits comme les pâtes et les équipements de protection, se sont désormais étendues et affectent un vaste éventail de domaines : semi-conducteurs, pièces automobiles, navires, conteneurs d'expédition, main-d'œuvre, etc. Ce nouveau visage de la pénurie ne résulte pas d'un énorme goulet d'étranglement qui bloquerait, par exemple, les usines ou les porte-conteneurs chinois. En réalité, cette situation est la conséquence d'une demande vertigineuse confrontée à une myriade de goulets d'étranglement, les entreprises ayant des difficultés à

mettre en place des chaînes d'approvisionnement très complexes et d'envergure mondiale (qui traversent souvent des pays où des mesures restrictives sont encore en vigueur).

La bonne nouvelle, c'est que les problématiques de chaîne d'approvisionnement devraient se résorber au cours de l'année à venir, laissant entrevoir la possibilité d'une croissance plus robuste. La mauvaise, c'est que l'explosion de la demande, les pénuries et la hausse des coûts de l'énergie se sont combinées pour alimenter un phénomène mondial d'inflation. Dans de nombreux pays, l'inflation, qu'il s'agisse du taux global ou du taux sous-jacent, atteint des sommets qui n'avaient plus été observés depuis plus de dix ans.

Pour l'instant, les grandes banques centrales, comme la Fed et la BCE, soutiennent catégoriquement que l'inflation sera transitoire, mais les marchés s'attendent déjà à une tendance plus durable. Ce bras de fer sera le thème central de 2022. Notre scénario de base prévoit une modération de l'inflation à des niveaux gérables au-delà de l'hiver, à mesure que la volatilité des prix de l'énergie se résorbera et que les chaînes d'approvisionnement retrouveront leur équilibre. Les moteurs de l'inflation commencent toutefois à se diversifier et, en cas d'ajustement sensible des politiques de prix et de rémunération des entreprises, ce qui aurait pu n'être qu'une poussée temporaire de l'inflation pourrait se muer en tendance plus durable. Dans un tel scénario, les banques centrales seraient probablement contraintes de durcir leur politique monétaire plus rapidement que prévu, mettant la croissance en péril.

Une forme d'inflation plus pérenne et un resserrement monétaire qui étrangle la croissance : tels sont les risques majeurs pesant sur l'année à venir. Le fait que la crise sanitaire perdure constitue une autre menace. Cet hiver permettra véritablement de juger du succès des campagnes de vaccination menées jusqu'à présent, même si les récentes innovations médicales, notamment les antiviraux oraux expérimentaux développés par Pfizer et Merck, autorisent un certain optimisme.

Dans ces conditions, il faut s'attendre à ce que les règles du jeu se corsent pour les investisseurs l'année prochaine. La croissance demeure intacte et, si le contexte reste favorable aux actifs à risque, la marée montante qui a soulevé tous les bateaux en 2021 est appelée à sérieusement s'agiter. Cela étant, les investisseurs chevronnés savent bien que le risque s'accompagne toujours d'opportunités.

Au-delà des opportunités cycliques, nous mettrons l'accent l'an prochain sur les opportunités structurelles à long terme dans des domaines tels que la transition numérique et durable. Le combat pour réduire les émissions de carbone et contrer le changement climatique restera au premier plan l'année prochaine, après le coup de projecteur qu'a représenté la COP26 à Glasgow. À la BIL, nous avons la ferme ambition de contribuer à la transition vers une économie plus durable.

L'ensemble des thèmes évoqués ci-dessus seront explorés de manière plus approfondie dans les présentes Perspectives. Afin d'en faciliter la lecture, nous avons adopté un nouveau format cette année, en retenant vingt-deux questions parmi les plus pertinentes, pour les poser à nos propres spécialistes de l'investissement. J'espère que vous apprécierez cette publication et vous souhaite d'agréables et sereines fêtes de fin d'année.

Anticipations macroéconomiques

1) La croissance mondiale sera-t-elle encore au rendez-vous l'année prochaine ?

En 2021, la croissance économique s'est établie à des sommets qui n'avaient plus été observés depuis plusieurs décennies, et nous tablons sur une poursuite de cette expansion en 2022. Le pic a probablement déjà été franchi. Toutefois, nos anticipations macroéconomiques demeurent bien orientées, car il est probable que le ralentissement observé au second semestre 2021 soit davantage imputable à un report à court terme qu'à une réelle « destruction » de croissance.

Projections de croissance du FMI

(Variation du PIB réel, en %)

| | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|------|------|
| Production mondiale | 5,9 | 4,9 |
| Pays développés | 5,2 | 4,5 |
| Pays émergents et en développement | 6,4 | 5,1 |
| États-Unis | 6,0 | 5,2 |
| Zone euro | 5,0 | 4,3 |
| R.-U. | 6,8 | 5,0 |
| Chine | 8,0 | 5,6 |
| Japon | 2,4 | 3,2 |
| Inde | 9,5 | 8,5 |
| Amérique latine et Caraïbes | 6,3 | 3,0 |

Données PMI les plus récentes (au 24/11/2021)

| | Indice composite | Production manufacturière |
|----------------|------------------|---------------------------|
| Monde | 54,5 | 54,3 |
| États-Unis | 56,5 | 59,1 |
| Zone euro | 55,8 | 58,6 |
| Chine (Caixin) | 51,5 | 50,6 |
| Japon | 50,7 | 54,2 |

Source : Bloomberg, Markit, FMI, BIL



Cet hiver permettra véritablement de juger du succès des campagnes de

Il convient toutefois de reconnaître également que le régime des moteurs de la croissance fait l'objet d'une modération progressive. Les mesures de relance budgétaire et monétaire seront progressivement retirées l'année prochaine, tandis que le regain de confiance initialement suscité par le lancement des campagnes de vaccination s'estompe. Des restrictions restent en place (distanciation sociale, tests), même dans les pays ayant vacciné de larges pans de leur population. Les inégalités en matière de distribution des vaccins posent également problème, sans compter le risque de voir apparaître de nouvelles souches résistantes aux vaccins ou de constater une diminution de leur efficacité avec le temps.

Le cycle d'investissement devrait néanmoins rester dynamique : les entreprises comme les consommateurs affichent des situations financières solides, ce qui se traduira par une demande très robuste dans les régions développées (comme l'indiquent des points de données tels que les commandes industrielles, les ventes au détail et les indicateurs ISM, qui se maintiennent au-dessus de leurs précédents pics). En théorie, cela suppose un passage de relais fluide entre politique de soutien extraordinaire et croissance tirée par l'activité privée. La prudence doit toutefois être de mise. Du fait du caractère inédit de la crise sanitaire, il n'existe pas de plan de redressement standard : les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, associées à une forte demande, alimentent l'inflation, qui devrait rester soutenue et se stabiliser à des niveaux plus élevés que ceux que nous avons connus au cours des dernières décennies. Si l'inflation continue d'augmenter, les banques centrales pourraient être contraintes d'intervenir (ou plutôt de se retirer, terme qui semble ici plus approprié).

Le total de l'épargne excédentaire accumulée depuis le début de la pandémie de Covid s'élève à 2.300 milliards de dollars aux États-Unis et à 464 milliards de dollars dans la zone euro ⁱⁱⁱ

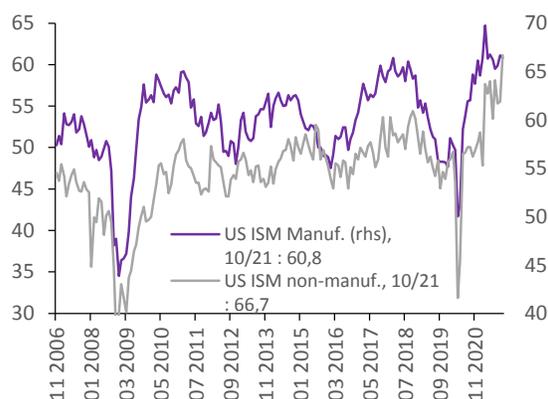
2) Quelle est votre vision des différentes régions ? Où se niche la robustesse macroéconomique ?

La reprise est très loin d'être homogène. La production globale des économies avancées devrait retrouver en 2022 sa trajectoire d'avant la pandémie et la dépasser de 0,9 % en 2024. En revanche, en 2024, la production globale des économies émergentes et en développement (à l'exclusion de la Chine) devrait rester inférieure de 5,5 % aux prévisions établies avant la pandémie. Les marchés développés, au premier rang desquels les **États-Unis**, s'en sortent donc nettement mieux. La demande y est extrêmement forte, les bénéfices progressent de façon robuste et les conditions financières sont encore

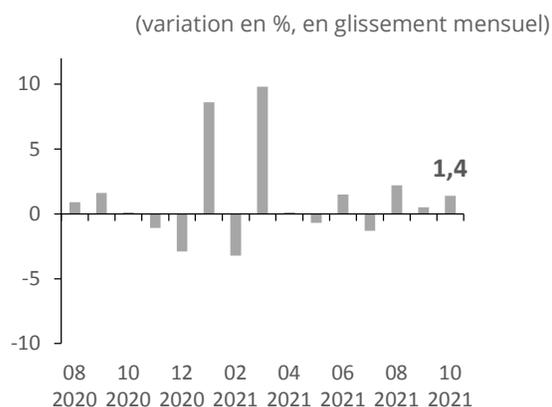
accommodantes. Même si des tensions subsistent au niveau de l'offre, nous nous attendons à ce que la dynamique vigoureuse perdue, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services ; ce sera d'autant plus vrai dans ce dernier à mesure que la nécessité de distanciation sociale s'estompera.

Même si des tensions subsistent au niveau de l'offre, les enquêtes de confiance telles que l'ISM confirment la vigueur de la dynamique dans les services et le secteur manufacturier.

Enquêtes ISM aux États-Unis
États-Unis



Ventes de détail hors essence et automobiles aux

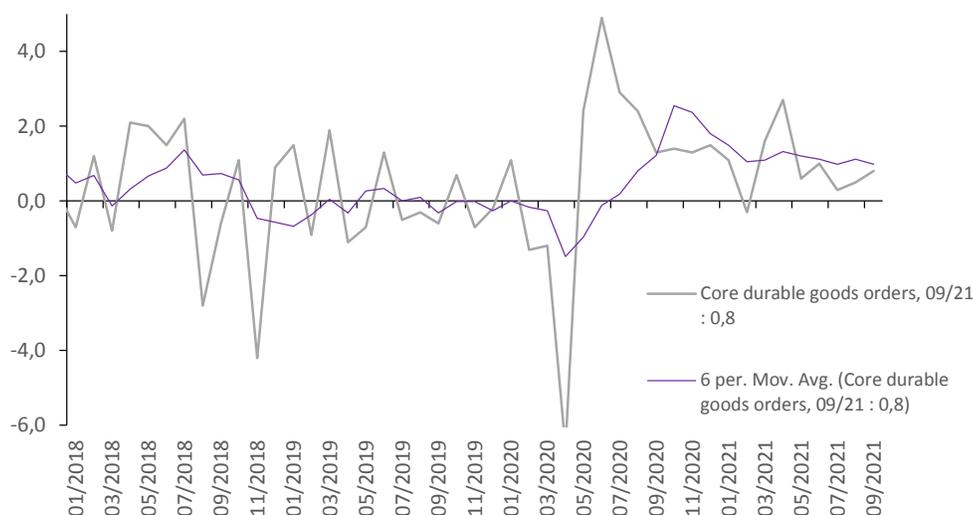


Source : Bloomberg, BIL

S'agissant des biens, le cycle de réapprovisionnement des entreprises est bien engagé pour reconstituer les stocks épuisés et pouvoir répondre à la hausse de la demande mondiale. Sur le plan des dépenses d'investissement, les tendances devraient rester robustes. Un cran plus bas dans la chaîne de valeur, les stocks de gros et de détail augmentent eux aussi rapidement, tant pour les biens durables que non durables. Il existe naturellement quelques exceptions notables - comme le secteur automobile et l'habillement - mais la tendance générale est clairement à la hausse. Les expéditions et les commandes non honorées de biens durables suivent toutes deux une tendance résolument ascendante dans l'ensemble des secteurs, ce qui montre que le principal problème tient à une demande non maîtrisée, alimentée par les liquidités exceptionnellement élevées des consommateurs et les bilans solides des entreprises. Ce point est important car il souligne que la dynamique inflationniste est plus complexe que de simples « contraintes au niveau de l'offre » ; ses racines s'enfoncent profondément dans le contexte d'une demande forte, habituellement gérée par un durcissement de la politique monétaire.

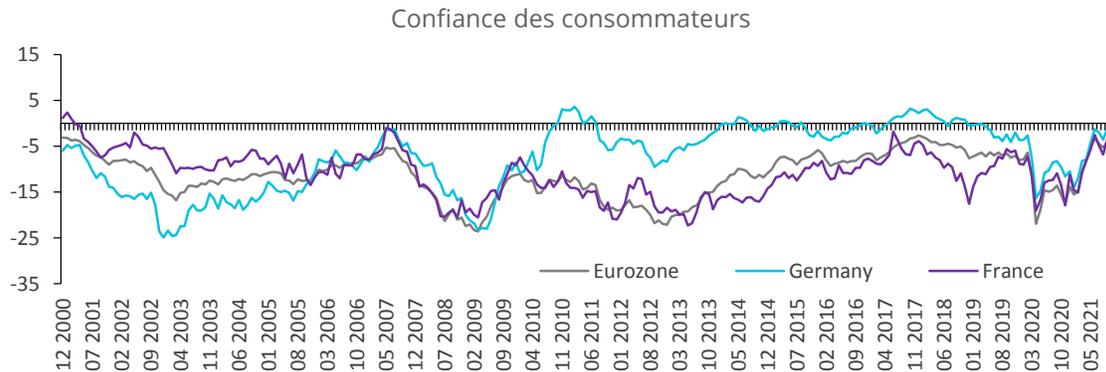
Aux États-Unis, le principal problème tient à une demande non maîtrisée, alimentée par les liquidités exceptionnellement élevées des consommateurs et les bilans solides des entreprises

Commandes de biens durables aux États-Unis



Source : Bloomberg, BIL

La **zone euro**, galvanisée par une importante couverture vaccinale, est revenue à 99,5 % de son PIB d'avant la crise au troisième trimestre, mais les performances restent inégales selon les pays et les secteurs. Pour ce qui est des consommateurs, la confiance est supérieure à son niveau d'avant-crise et la tendance haussière des ventes de détail reste relativement soutenue et présente dans tous les secteurs, notamment les services. L'industrie européenne semble toutefois vaciller malgré une demande saine, les fabricants du bloc paraissant moins à même de faire face aux problèmes d'offre que leurs homologues américains. Le malaise découle en grande partie du poids considérable du secteur automobile (sérieusement affecté par les pénuries de semi-conducteurs et d'autres composants) au sein de l'industrie manufacturière européenne. Selon les constructeurs automobiles, les goulets d'étranglement devraient persister jusqu'en 2022.



Source : Bloomberg, *BIL*

L'économie chinoise a été confrontée l'année dernière à un véritable déluge de facteurs défavorables, qu'il s'agisse d'une répression réglementaire inattendue à l'encontre des géants technologiques ou de politiques plus strictes dans un secteur immobilier très endetté ayant notamment conduit Evergrande, le deuxième plus grand promoteur immobilier de Chine, au bord du défaut de paiement. Les investisseurs internationaux restent méfiants et, alors que les promoteurs chinois vont devoir payer ou refinancer des dizaines de milliards de dollars de dette dans les 12 mois à venir (33,1 milliards de dollars d'obligations onshore cotées en Chine continentale et 43,8 milliards de dollars d'obligations offshore libellées en dollars américains, à fin octobre), cette thématique continuera probablement de faire du bruit en 2022, même si nous pensons que le risque sera circonscrit et n'entraînera pas de catastrophe économique.

Ainsi, l'économie chinoise devrait retrouver sa tendance de croissance normale en 2022, probablement dans une fourchette de 5 % à 6 % pour l'année, en supposant que les risques découlant de la pandémie de Covid continuent à devenir plus gérables.

En Chine, la politique budgétaire jouera un rôle important dans la relance de la croissance, parallèlement à une accélération de la consommation, tandis que la politique monétaire devrait rester modérément accommodante.

La politique budgétaire jouera un rôle important dans la relance de la croissance, tandis que la politique monétaire devrait rester modérément accommodante. Les domaines dans lesquels nous prévoyons une croissance robuste, en accord avec les ambitions de Pékin, sont l'industrie manufacturière de haute technologie et les investissements verts (la Chine projetant d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2060).

Contrairement à ce qui est observé dans les pays occidentaux, la consommation a été la composante du PIB la plus lente à se redresser depuis la pandémie, les résurgences sporadiques du Covid venant émousser la confiance. Il est peu probable que la politique de tolérance zéro du gouvernement vis-à-vis du Covid soit sensiblement assouplie avant la tenue du 20^e Congrès du parti en octobre 2022. De nouvelles mesures visant à renforcer la consommation intérieure pourraient être déployées à cette occasion. En définitive, nous pensons que la capacité à consommer n'a pas été sérieusement endommagée, et que la croissance de la consommation finira par s'accélérer grâce à l'augmentation du revenu disponible des ménages.

Nous sommes moins optimistes quant aux perspectives des **économies émergentes** l'année prochaine. Les nations qui dépensent à la hâte ont souvent tout le temps de s'en mordre les doigts par la suite, et les marchés émergents qui ont pris les mesures de relance les plus agressives dans le sillage de la pandémie n'ont pas vraiment été récompensés par une reprise plus rapide. Nombre d'entre eux sont désormais confrontés à des conditions de financement plus strictes et à un risque accru de spirale inflationniste et ont de ce fait commencé à faire marche arrière sur leur politique de soutien, en dépit de déficits de production plus importants. En outre, la diffusion inégale des vaccins continue de peser sur les économies émergentes. Alors que près de 60 % de la population des économies avancées a effectué un parcours vaccinal complet, ce n'est toujours pas le cas pour environ 96 % de la population des pays à faible revenu (iv). Enfin, il convient également de souligner que les élections de l'année prochaine au Brésil pourraient s'avérer assez brouillonnes, ce qui ne manquerait pas d'attiser la volatilité.

3) Qu'est-ce qui nous attend sur le front budgétaire l'année prochaine ?

Aux États-Unis, les pressions en faveur de politiques budgétaires plus conservatrices se sont récemment intensifiées, dans la mesure où le secteur privé est déjà en plein essor, où les pressions inflationnistes s'accumulent et où la demande à satisfaire est déjà trop importante. L'aide budgétaire directe aux ménages a été réduite (les allocations de chômage d'urgence ont par exemple expiré le 6 septembre), mais une loi bipartisane de grande envergure sur les infrastructures, d'un montant de 1.200 milliards de dollars, a été adoptée en novembre, ce qui permettra de consacrer 550 milliards de dollars de nouvelles dépenses fédérales aux infrastructures américaines sur cinq ans. Le projet de loi (v) comprend 110 milliards de dollars pour les routes et les ponts, 66 milliards de dollars pour les chemins de fer, 65 milliards de dollars pour le réseau électrique, 65 milliards de dollars pour le haut débit, 55 milliards de dollars pour les infrastructures hydrauliques, 47 milliards de dollars pour la cybersécurité, 39 milliards de dollars pour les transports publics ainsi que 25 milliards de dollars pour les aéroports, et peut être considéré comme une victoire politique pour le président Joe Biden en amont des élections de mi-mandat.

Le parti de M. Biden a néanmoins encore beaucoup à faire en ce qui concerne le deuxième pilier de son programme national : l'expansion massive du filet de sécurité sociale et des programmes de lutte contre le changement climatique. L'enveloppe ambitieuse de 3.500 milliards de dollars initialement proposée par M. Biden aurait pu amener l'inflation à dépasser l'objectif de la Fed de manière significative et affecter

la « psychologie » de l'inflation, la hausse des attentes pouvant potentiellement faire gonfler les chiffres réels. En conséquence, le projet de loi (vi) actuellement débattu a été ramené à un montant plus modéré de 1.750 milliards de dollars, mais il s'agirait toujours de la plus grande expansion du filet de sécurité américain depuis les années 1960 (vii). Ce projet a vocation à développer l'éducation de la petite enfance, à lutter contre le changement climatique et à étendre la couverture médicale. Le paquet, qui est encore en discussion, ne reviendra pas sur les réductions d'impôts accordées par le président Trump et devrait être financé par des taxes (les propositions comprennent un impôt minimum de 15 % sur les sociétés, un impôt de 5 % sur les revenus supérieurs à 10 millions de dollars et une surtaxation des rachats d'actions à hauteur de 1 %). Nul ne sait pour l'instant si les progressistes de la Chambre et les sénateurs centristes signeront l'accord. Toute modification notable du montant ou de la composition du paquet fiscal aura des répercussions sur les perspectives de croissance des États-Unis et de leurs partenaires commerciaux.

En Europe, le retrait des mesures de dépenses d'urgence instaurées par les gouvernements pour soutenir leurs économies sera une entreprise très complexe en 2022 du fait de l'hétérogénéité des taux de croissance des différents pays. L'impact sur la croissance sera *partiellement* compensé par les décaissements des fonds Next Generation EU qui se poursuivront jusqu'en 2026, le but étant de contribuer à la construction d'une Europe post-Covid plus verte, plus numérique et plus résiliente. L'impact économique d'une approche budgétaire plus restrictive pourrait également être amoindri par une contraction de l'épargne privée.

En Chine, la politique publique jouera l'année prochaine un rôle plus important dans le soutien de la croissance économique. Les réformes structurelles resteront probablement la priorité des décideurs politiques, et l'investissement dans les infrastructures, en particulier dans l'industrie manufacturière de haute technologie, est très susceptible d'être utilisé comme un outil d'ajustement politique inter-cycle. Pékin devrait en outre déployer des instruments politiques et mesures de relance visant à éviter tout effet de contagion induit par le ralentissement du marché immobilier, bien qu'aucun détail concret n'ait encore été donné. Les ambitions mondiales de la Chine dans des domaines tels que la technologie et l'industrie manufacturière nous incitent à continuer d'y investir, mais de manière sélective.

4) **En ce qui concerne l'endettement, l'inflation et des taux d'intérêt plus élevés peuvent avoir des conséquences non négligeables. Dans un contexte d'inflation élevée et de taux voués à augmenter progressivement, devrions-nous être inquiets ?**

La question se pose sans doute surtout pour les États-Unis. La dette nationale culmine à près de 29.000 milliards de dollars (viii) et le Congrès est actuellement confronté à une échéance imminente, le 3 décembre, s'il veut éviter un « shutdown » du gouvernement, gênant sur le plan politique, et le risque récurrent d'un défaut de paiement sur la dette du gouvernement fédéral, qui serait une catastrophe économique. De toute évidence, la Fed est bien consciente de l'impact d'un potentiel resserrement de la politique monétaire sur la dette publique, alors que, dans le même temps, une approche de verre à moitié plein l'amène à considérer qu'une hausse de l'inflation fera fondre une partie de la dette.

La tendance de la dette n'est pas une préoccupation urgente dans la mesure où l'environnement reste caractérisé par une croissance forte.

La tendance de la dette n'est cependant pas une préoccupation urgente dans la mesure où l'environnement reste caractérisé par une croissance forte. Ces questions sont réservées à un stade ultérieur du cycle.

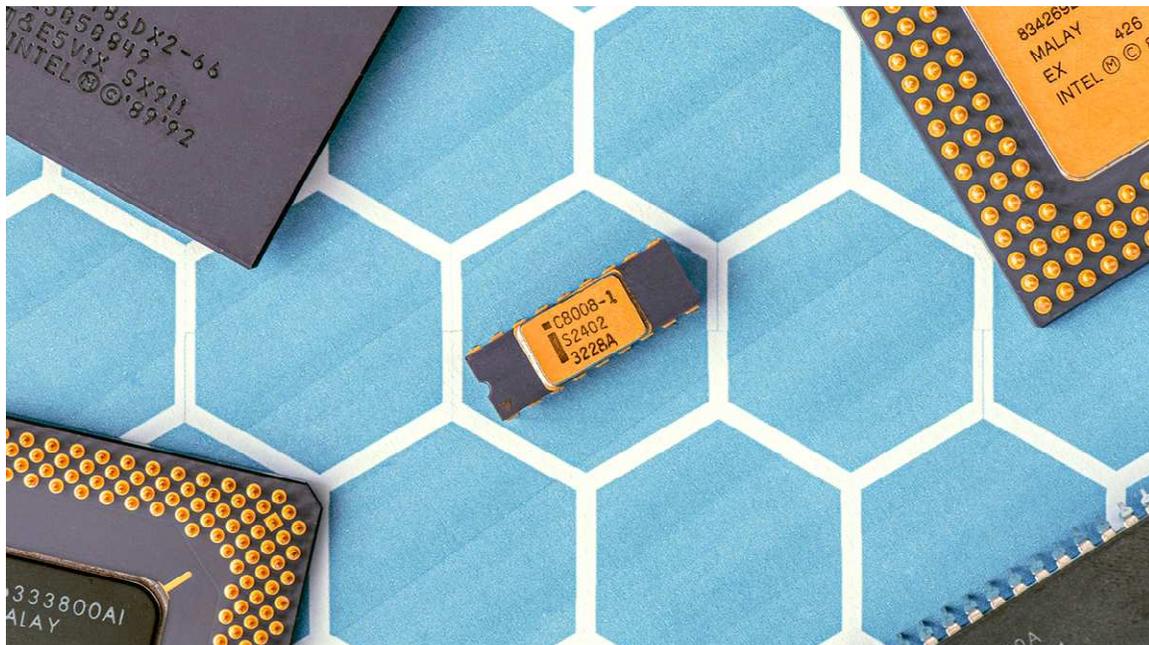
5) **Qu'en est-il des goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement ? Pensez-vous qu'ils pourront être prochainement éliminés ?**

Après avoir été démantelées par la crise sanitaire mondiale, les chaînes d'approvisionnement sont encore en cours de reconstitution. Par ailleurs, la réouverture des économies a déclenché une explosion de la demande que même des chaînes d'approvisionnement tournant à plein régime auraient du mal à satisfaire.

Aux quatre coins du monde, les entreprises sont confrontées à des problèmes de chaîne d'approvisionnement qui ont été exacerbés par d'autres facteurs : la Chine a dû faire face à des coupures d'électricité et des fermetures de ports, le Royaume-Uni est confronté à une grave pénurie de chauffeurs routiers à la suite du Brexit et les États-Unis doivent composer avec des embouteillages qui durent des semaines dans les principaux ports.

En plus d'être une source de fragilité et de vulnérabilité pour la reprise économique mondiale, les problèmes de chaîne d'approvisionnement pourraient en outre être considérés comme un signe de faiblesse politique à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis. C'est probablement ce qui explique pourquoi M. Biden a pris la peine de conclure des accords avec des entreprises comme Walmart, UPS et FedEx en vue d'allonger leurs horaires de travail. Ces trois entreprises ont annoncé la mise en place d'un modèle fonctionnant 24 heures sur 24, sept jours sur sept, dans le cadre d'un effort plus large visant à remédier à l'inadéquation entre une demande en plein essor et une offre qui peine à la satisfaire, mais aussi à limiter les pénuries.

Les problèmes de chaîne d'approvisionnement devraient s'atténuer au cours de l'année à venir. Il semble en effet probable que les difficultés en matière de transport s'estompent au cours du premier semestre 2022 (en supposant que les facteurs épidémiologiques restent sous contrôle) et que des stocks excédentaires puissent même commencer à se constituer au second semestre.



Nous sommes actuellement confrontés à une pénurie mondiale de semi-conducteurs, ce qui incite des pays comme les États-Unis à repenser leurs capacités de production nationales.

6) La dynamique de l'offre et de la demande va-t-elle se normaliser en 2022 dans le secteur des semi-conducteurs ?

La pénurie de puces informatiques a vidé l'économie de son énergie, pénalisant les industries d'une variété de secteurs, des constructeurs automobiles aux fabricants de matériel médical, et alimentant les craintes inflationnistes. Les problèmes de la chaîne d'approvisionnement mondiale des semi-conducteurs ne devraient pas se résorber de sitôt, ce qui entraîne déjà des conséquences de taille pour plusieurs secteurs. Ainsi, les pénuries de composants et les problèmes logistiques ont conduit Apple (l'un des principaux acheteurs de puces) à revoir à la baisse (de 10 millions d'unités) ses objectifs de production de l'iPhone 13 en 2021.

Des entreprises telles que le fabricant néerlandais ASML sont au cœur du secteur et sont essentielles pour l'expansion prévue des capacités de production de puces. ASML, par exemple, est la seule à produire les machines EUV (lithographie par ultraviolets extrêmes - une technologie qui utilise de minuscules ondes pour placer les couches sur la plaquette) indispensables à la fabrication des puces les plus complexes. Une machine coûte 150 à 200 millions de dollars et il faut 40 conteneurs (!) pour l'acheminer vers le lieu d'assemblage. En plus de tous les problèmes opérationnels liés à la création rapide de capacités supplémentaires, il existe des problèmes de fonds propres qui imposent des contraintes additionnelles aux producteurs de puces.

Le gouvernement américain a exhorté des entreprises telles que Samsung, l'un des plus grands fabricants mondiaux de composants de haute technologie, à construire de nouvelles usines aux États-

Unis en affirmant qu'il s'agissait d'un impératif économique et de sécurité nationale, et le Sénat a adopté un projet de loi (CHIPS Act, loi américaine sur l'innovation et la concurrence) qui prévoit l'allocation de 52 milliards de dollars de subventions pour promouvoir la recherche, la conception et la fabrication de semi-conducteurs. Ce projet n'a toutefois pas encore été adopté par la Chambre des représentants.

7) Les marchés aiment les termes à la mode et le dernier en date est « stagflation ». S'agit-il d'un vrai risque ?

Il semble que la récente flambée des prix de l'énergie ait ravivé les souvenirs des années 1970. Les caractéristiques de cette époque, à savoir une inflation à deux chiffres, un chômage grandissant et une croissance économique poussive, ont profondément marqué la mémoire collective des marchés. Cela étant, nous ne nous attendons pas à revivre cet épisode. La stagflation désigne une *inflation persistante associée à une demande de consommation qui stagne et à un chômage relativement élevé*.

Ni le monde, ni les États-Unis ne semblent courir un risque imminent de basculer dans la stagflation, la production manufacturière restant vigoureuse, bien qu'incapable de satisfaire une très forte demande. Si le scénario d'une inflation transitoire ne se vérifie pas, c'est probablement un débat qui surgira de nouveau en 2022.

8) Mais que dire du chômage, alors que le marché du travail semble encore avoir du mal à se remettre de la pandémie ?

Oui, c'est vrai. Alors que les économies avancées devraient retrouver les niveaux de production d'avant la crise d'ici fin 2022, les projections indiquent que deux tiers d'entre elles seulement devraient revenir à leurs niveaux d'emploi antérieurs.

Aux États-Unis, par exemple, il n'y a jamais eu autant de postes disponibles. Avec 10,4 millions de postes à pourvoir, les employeurs se démènent pour trouver le personnel dont ils ont besoin pour répondre à la demande. Des tendances similaires se dessinent sur le Vieux Continent : en Allemagne, un tiers des entreprises manquent de travailleurs qualifiés et au moins 400.000 emplois spécialisés sont actuellement vacants.

Plusieurs raisons expliquent le caractère poussif du redressement du marché du travail. D'une part, la crise sanitaire continue d'influencer les décisions de chacun concernant le retour au travail. La pandémie semble cependant avoir également provoqué un phénomène plus important : une rupture dans l'attitude collective à l'égard du travail que le psychologue américain Anthony Klotz a qualifiée de « Grande démission ».

Aux États-Unis, par exemple, le nombre de personnes ayant quitté leur emploi a atteint un nouveau record. 4,4 millions de personnes ont démissionné en septembre 2021 (3,0 % de la population active américaine), soit le nombre le plus élevé jamais enregistré en 20 ans, nettement supérieur aux 2,3-2,4 % enregistrés avant la crise. Si les démissions se concentrent davantage dans les services de restauration

et d'hébergement, le commerce de détail et le commerce de gros, tous les secteurs sont concernés. Là encore, il ne s'agit pas seulement d'un phénomène américain. Selon l'OCDE, dans 38 pays membres, au moins 20 millions de travailleurs ne sont pas revenus à leur poste depuis l'apparition du coronavirus. 14 millions d'entre eux ont quitté le marché du travail et sont considérés comme « ne travaillant pas » et « ne cherchant pas de travail ».

Dans une économie où les emplois sont légion et les personnes pour les occuper rares, les rôles s'inversent pour la première fois depuis très longtemps : ce sont les employés qui dirigent le marché du travail.

Désormais, les employeurs commencent à augmenter les salaires et à faire miroiter de nouveaux avantages pour attirer les travailleurs. Cela pourrait à première vue être considéré comme un signal d'alarme, indiquant une inflation plus ancrée. Pour le moment, toutefois, l'inflation salariale moyenne à l'échelle de l'économie reste contenue, bien qu'elle soit plus élevée dans certains secteurs.

« Une modification ponctuelle du niveau des salaires dans le cadre de l'ajustement à une hausse transitoire et inattendue du niveau des prix n'implique pas une réorientation tendancielle de l'inflation sous-jacente »

– Philip Lane, Économiste en chef de la BCE, octobre 2021

Même dans des pays comme les États-Unis où les pressions s'intensifient, les salaires pourraient ne pas progresser du tout après correction des effets de l'inflation et compte tenu du fait que la plupart des augmentations salariales se concentrent dans les secteurs à salaires peu élevés. La décision d'Amazon de verser au personnel de ses entrepôts un salaire horaire minimum de 18 dollars a par exemple incité d'autres grands employeurs à revoir à la hausse la rémunération versée en début de carrière aux travailleurs qui figurent tout en bas de l'échelle des salaires. Dans la zone euro, les signes de hausse des salaires sont rares, malgré un taux de chômage revenu à ses plus bas d'avant la pandémie et une diminution drastique du nombre de personnes bénéficiant des dispositifs gouvernementaux de soutien de l'emploi. L'évolution des salaires dépend en définitive du degré d'intégration des attentes en matière d'inflation : si les banques centrales parviennent à éviter un tel ancrage, alors il est peu probable qu'une tendance à la hausse puisse s'installer.

Toutefois, pour se faire une idée précise du risque inflationniste émanant du marché du travail, il faut également déterminer l'évolution future de la croissance de la productivité. La pandémie a eu un impact important, brutal et mesurable sur l'économie mondiale et les modèles opérationnels, mais ses effets sur la croissance de la productivité, qui pourraient s'avérer très significatifs, seront plus longs à évaluer. À l'heure actuelle, la croissance des salaires est plus rapide que celle de la productivité, et ce phénomène



Aux États-Unis, le nombre de personnes ayant quitté leur emploi a atteint un nouveau

pourrait durer un certain temps si les travailleurs ne réintègrent pas plus massivement la population active.

Cette reprise poussive des marchés du travail est l'un des principaux obstacles au resserrement de la politique monétaire des banques centrales. Lors de la réunion du FOMC de novembre, le président Jerome Powell a davantage insisté sur la mission de plein emploi de la Fed que sur son mandat de maîtrise de l'inflation, et prévoyait que ce plein emploi ne serait atteint qu'au second semestre 2022, tandis que la Banque d'Angleterre a pris les marchés de court en s'abstenant de procéder à une hausse des taux très attendue. La BoE a en effet indiqué que les données économiques récentes allaient dans le sens d'un relèvement des taux au cours des mois à venir afin de maintenir l'inflation à son niveau cible, mais qu'elle préférerait opter pour un statu quo dans l'immédiat du fait d'incertitudes majeures concernant le marché de l'emploi.

Marchés obligataires et politiques des banques centrales

9) La question à un million de dollars : l'inflation sera-t-elle transitoire ou durable ?

Cela fait cinq mois consécutifs que l'inflation ressort au-dessus de 5 % aux États-Unis et le chiffre d'octobre s'est établi à 6,2 %, soit le niveau le plus élevé depuis novembre 1990. Dans la zone euro, elle se situe à 4,1 %, un plus haut depuis juillet 2008. Les investisseurs habitués à une inflation obstinément basse sont déconcertés. Bien que l'inflation soit susceptible de se révéler plus tenace que prévu, il est peu probable qu'elle se maintienne de façon prolongée aux niveaux élevés actuels. À terme, l'inflation devrait selon nous se stabiliser dans les zones de confort des banques centrales - sans doute au-dessus des niveaux notoirement bas observés au cours des dernières décennies.

Cela va dans le sens du discours des principales banques centrales, qui préconisent de faire preuve de prudence dans l'extrapolation des données d'inflation.

« Malgré la poussée inflationniste actuelle, les perspectives d'inflation à moyen terme restent modérées »

Christine Lagarde, présidente de la BCE, novembre 2021

« Ces effets de goulet d'étranglement ont été plus importants et plus durables que prévu », a concédé Jerome Powell. « Malgré leur prépondérance actuelle, ces impacts sur l'offre vont s'atténuer. Et ce faisant, l'inflation devrait revenir vers notre objectif à long terme ».

Jerome Powell, président de la Fed, réunion du FOMC d'octobre 2021

« Nous pensons que les pressions sur les prix seront temporaires. La demande se réorientera des biens vers les services, les chaînes d'approvisionnement mondiales devraient se rétablir d'elles-mêmes et les prix de nombreuses matières premières ont démontré une tendance au retour à la moyenne dans la durée ».

Discours du Hard Yards par Andrew Bailey, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, septembre 2021

Le marché, quant à lui, se concentre sur le niveau désagréablement élevé et durable de l'inflation. Aujourd'hui, les points morts d'inflation (une estimation imparfaite des anticipations d'inflation) suggèrent que les prix resteront élevés dans les années à venir, mais ne tiennent pas compte, à notre avis, des facteurs structurels qui ont eu pour effet de freiner l'inflation ces dernières décennies et qui restent d'actualité (comme la révolution numérique, l'évolution démographique et l'automatisation croissante).

Au-delà des contraintes liées à la chaîne d'approvisionnement et d'une demande de consommation refoulée sans précédent (deux points abordés dans la section macroéconomique), les moteurs de la hausse de l'inflation proviennent actuellement des composantes volatiles du panier :

- Un regain d'intérêt mondial pour les matières premières sur fond de réouverture des économies a fait grimper **les prix des matières premières**
- Une conjonction de facteurs sur le **marché de l'énergie** a entraîné un rebond des prix du pétrole et du gaz. À l'échelle mondiale, nous sommes confrontés à une pénurie d'énergie à l'approche de l'hiver, pour des raisons essentiellement temporaires : un manque de travaux de maintenance pendant la pandémie de Covid, un des étés les moins venteux en Europe depuis des années (au détriment de la production d'énergie propre), des stocks bas après un hiver 2020/21 très froid, la concurrence des pays asiatiques pour le gaz naturel liquéfié, les incendies subis par certaines usines de production et d'autres facteurs liés à la pandémie. Cette crise de l'énergie résulte néanmoins également en partie de facteurs à long terme, tels que le désinvestissement des combustibles fossiles, et met en lumière l'importance d'une gestion très prudente de la transition énergétique. Selon l'Agence internationale de l'énergie, il est indispensable de tripler les investissements dans les énergies propres au cours de la prochaine décennie si nous voulons éviter une volatilité extrême des marchés de l'énergie. Voir l'Annexe 3.0 pour connaître la composition des paniers d'inflation.

Il semblerait donc que le marché ait pris de l'avance en intégrant une inflation excessive dans les cours, même si nul ne peut ignorer que la répercussion tardive sur l'inflation générale de la hausse des prix des denrées alimentaires et du pétrole payés par les importateurs se traduira par des pressions qui devraient rester importantes jusqu'en 2022 : en d'autres termes, des pressions plus tenaces qu'initialement prévu par les banques centrales.

« L'inflation marquera le pas l'année prochaine, sans aucun doute... Mais l'intensité et la vitesse de ce reflux ne seront peut-être pas celles que nous anticipions il y a quelques mois ». – Luis de Guindos, Vice-président de la BCE

Un risque menace cette prévision : la poursuite du renforcement et de la généralisation des pressions inflationnistes. Dans un tel scénario, les attentes d'inflation pourraient se traduire par une hausse de l'inflation réelle et ce qui aurait pu n'être qu'un épisode d'inflation transitoire (causé par les dislocations observées dans le sillage de la pandémie) pourrait devenir plus permanent.

C'est exactement ce que redoutent les banquiers centraux, dans la mesure où le comportement des consommateurs et les dépenses des entreprises pourraient être directement impactés. D'ores et déjà, la hausse des loyers et certaines tensions sur les salaires dans un contexte de goulets d'étranglement sur le marché du travail remettent en question la thèse de l'inflation « transitoire » et amènent les observateurs à se demander jusqu'à quel point le « transitoire » sera transitoire. Nous remarquons toutefois que la définition agnostique du terme « transitoire » ne précise pas la durée de la transition, mais indique simplement qu'elle cessera d'elle-même (sans resserrement de la politique monétaire).

Pour l'instant, les banques centrales s'en tiennent à leur scénario initial mais, pour obtenir davantage d'informations sur les cycles de hausse des taux, il est préférable d'étudier les attentes d'inflation au-delà de trois ans. La communication des banques centrales sera déterminante pour maintenir ces attentes à distance. Il convient par ailleurs de mentionner que la reconduction de Jerome Powell à la présidence de la Réserve fédérale américaine, pour un nouveau mandat de quatre ans, avec Lael Brainard comme vice-présidente, permet d'assurer la continuité de la politique et du leadership.

10) Le vent tourne sur le front de la politique monétaire. S'agit-il d'un risque ?

Le vent a en effet commencé à tourner en 2021, puisque le Brésil, le Mexique, la Russie, la Roumanie et bien d'autres économies émergentes se sont engagés dans un processus de relèvement des taux. Les pays développés admettent désormais que l'inflation présente des risques pour l'économie, et la Norvège ainsi que la Nouvelle-Zélande ont elles aussi relevé leurs taux.

Il ne fait aucun doute que nous nous dirigeons vers un cycle de resserrement synchronisé à l'échelle mondiale. La poursuite de ce cycle à court terme dépendra néanmoins fortement de l'évolution du Covid au cours de l'hiver. Les taux d'infection augmentent déjà, imposant la mise en place de nouvelles restrictions. La volonté des banques centrales de commencer à relever les taux pourrait s'en trouver compromise. Si la crise sanitaire se déroule mieux que ce qui est redouté, alors un obstacle majeur à l'accélération du resserrement monétaire pourrait ainsi être levé.

Aux États-Unis, la Fed se livre à un difficile exercice d'équilibriste, en essayant de laisser à l'économie autant de temps que possible pour se redresser (notamment sur le marché du travail), tout en agissant assez rapidement pour contenir l'inflation. Le marché n'est pas d'accord avec la vision de la Fed sur le

caractère transitoire de l'inflation et prévoit plus de deux hausses des taux en 2022, la première intervenant en juillet (ce qui coïncide avec la fin de la modulation des achats d'actifs). Ces attentes sont relativement agressives. Nous tablons pour notre part sur un cycle de hausse qui débiterait en 2023 (comme l'indique le graphique à points de la Fed). Avec une réserve : au final, la trajectoire de l'inflation ainsi que la résorption des contraintes liées à l'offre seront déterminantes.

Il est clair en revanche que la modulation en cours du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed (réduction de 10 milliards de dollars par mois des achats de titres du Trésor américain et de 5 milliards de dollars par mois des achats de titres adossés à des créances hypothécaires) ne constitue pas un resserrement monétaire, même s'il s'agit d'une première étape dans cette voie. Si une forme plus permanente d'inflation s'installe en 2022, alors la Fed pourrait être contrainte de réagir plus tôt que prévu. Son ambition sera d'orchestrer un atterrissage en douceur de l'économie.

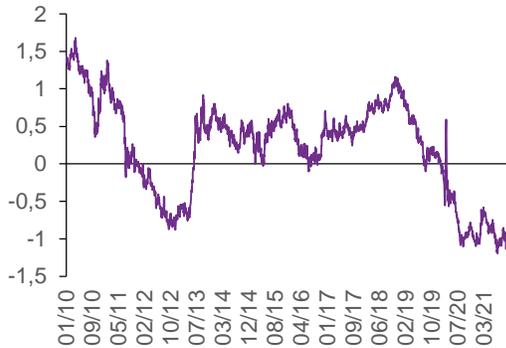
Projections des banques centrales

| | Indicateur | Niveau le plus récent | Date | Prévisions des banques centrales (%) | | |
|------------|------------------------------|-----------------------|----------------|--------------------------------------|------|------|
| | | | | 2021 | 2022 | 2023 |
| Zone euro | IPC (en g.a., %) | 4,10 | Octobre 2021 | 2,20 | 1,70 | 1,50 |
| | PIB (en g.a., %) | 3,70 | T3 2021 | 5,00 | 4,60 | 2,10 |
| | Chômage (%) | 7,40 | Septembre 2021 | 7,90 | 7,70 | 7,30 |
| États-Unis | PCE sous-jacent (en g.a., %) | 3,60 | Septembre 2021 | 3,70 | 2,30 | 2,20 |
| | PIB (en g.a., %) | 2,00 | T3 2021 | 5,90 | 3,80 | 2,50 |
| | Chômage (%) | 4,60 | Octobre 2021 | 4,80 | 3,80 | 3,50 |

Source : Bloomberg, *BIL*

La BCE, en revanche, est la seule grande banque centrale qui ne soit pas entrée dans un processus de hausse des taux. Elle préfère discuter de la fin du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP)(ix) et de la manière de prolonger son Programme d'achats d'actifs pour éviter de couper l'herbe sous le pied des économies les plus fragiles du bloc. La présidente Christine Lagarde a balayé d'un revers de main les spéculations du marché autour d'un relèvement des taux d'intérêt dès le mois d'octobre prochain, considérant ce scénario comme « hautement improbable » en 2022.

Rendements réels américains à 10 ans* depuis 2010
10 ans* depuis 2010



Rendements réels allemands à



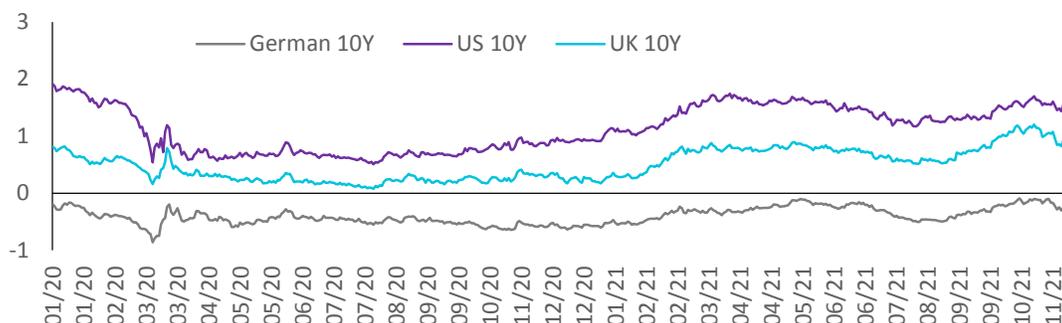
*nominaux – points morts d'inflation

Source : Bloomberg, BIL

Le resserrement n'est pas un risque en soi si les banques centrales parviennent à bien communiquer. Premièrement, les taux réels sont toujours largement négatifs, encore plus qu'au début de l'année. Deuxièmement, l'économie bénéficie toujours de mesures de relance budgétaire et d'une demande vigoureuse, qui devraient lui permettre de supporter une diminution progressive du soutien monétaire. Quoi qu'il en soit, le resserrement monétaire aura des conséquences sur les prix des actifs. La volatilité des actions suit une trajectoire descendante depuis que les banques centrales sont intervenues sur les marchés dans le sillage de la pandémie de Covid, il y a environ 18 mois, et elle pourrait commencer à repartir à la hausse. Dans l'univers obligataire, les spreads des obligations investment grade et à haut rendement devraient se négocier à l'intérieur d'une plus large fourchette, tandis que les taux pourraient également se montrer plus volatils. Qui plus est, avec une diminution des interventions des banques centrales, le marché pourrait redécouvrir la loi de l'offre et de la demande et réagir davantage aux importants flux de portefeuille.

Mais la volatilité est source d'opportunités pour les investisseurs chevronnés.

Rendements des emprunts d'État à 10 ans depuis janvier 2020



Source : Bloomberg, BIL

11) Pensez-vous que les rendements augmenteront au cours de l'année à venir ? À quel niveau s'établiront-ils selon vous en fin d'année ?

Oui, il est très probable que les rendements seront plus élevés dans 12 mois. Nous prévoyons que les bons du Trésor américain à 10 ans s'établiront autour de 2 % d'ici fin 2022, et le Bund allemand à 0,20 %, soit dans les deux cas des niveaux supérieurs à leurs prix à terme actuels. Pour autant, cela ne signifie pas nécessairement que la tendance sera parfaitement linéaire ; il pourrait y avoir quelques revers en cours de route avec des corrections techniques temporaires.

Dans la mesure où nous anticipons une hausse progressive des rendements, nous sommes globalement réticents à l'égard des obligations, en particulier des emprunts d'État, tout en appelant à la prudence en matière de duration.

12) De quelle façon les investisseurs obligataires peuvent-ils générer du rendement ?

L'année 2021 n'a pas été facile pour les investisseurs obligataires. La stratégie la plus efficace a été de s'exposer au risque de crédit mais pas au risque de duration. À l'aube de 2022, les rendements demeurent obstinément bas, en dépit de la reprise économique mondiale. La quête de revenu reste un enjeu de long terme pour les investisseurs du monde entier et nécessite de ne négliger aucun des différents segments du paysage obligataire. Avec des taux réels encore plus bas en 2021 et qui resteront probablement négatifs dans un avenir proche, les investisseurs s'exposent à un risque de destruction de valeur en termes réels s'ils détiennent trop de liquidités et d'obligations de qualité supérieure.

En 2022, nous préconisons toujours un biais en faveur du risque de crédit, mais sans prise de positions excessives. Le risque de crédit devrait rester gérable durant les deux premiers trimestres de 2022. Au-delà, il est plus difficile de se prononcer, car l'évolution sera largement conditionnée à l'impact du

resserrement des politiques des banques centrales sur la croissance économique. Si les banques centrales étaient contraintes d'agir de manière agressive, cela pourrait freiner la croissance et créer un environnement propice à un élargissement des spreads au second semestre.

Nos faveurs vont aux obligations d'entreprises investment grade ainsi qu'aux titres à haut rendement des marchés développés.

Dans le cadre de notre allocation obligataire actuelle, nous privilégions les **obligations d'entreprises investment grade**. Sur le plan microéconomique, les bilans des entreprises sont sains, l'endettement s'établit à des niveaux similaires à ceux d'avant la crise et les flux sont soutenus par l'abondance des capitaux en quête de rendement. Le marché du crédit intègre néanmoins un scénario idéal et la marge de progression des spreads est limitée. Les rendements excédentaires sont donc à rechercher du côté du portage et de la sélectivité : les **titres financiers** et les **obligations d'entreprises hybrides à court terme** nous semblent particulièrement intéressants.

Après une année 2021 délicate, nous sommes désormais plus optimistes quant aux perspectives du marché chinois des obligations investment grade en 2022. En effet, la politique monétaire devrait rester modérément accommodante, avec la possibilité d'une baisse du taux des réserves obligatoires (RRR), voire même d'une réduction des taux d'intérêt. Les risques politiques et de crédit seront limités pour les entreprises publiques, qui jouent un rôle majeur dans l'économie chinoise. Les valorisations sont raisonnables aux niveaux de spread actuels, et la demande devrait apporter davantage de soutien technique avec le lancement de la négociation « nord/sud » dans le cadre du programme Bond Connect établi entre la Chine continentale et Hong Kong. Nous privilégions les entreprises présentant une rentabilité robuste et une meilleure cote de crédit intrinsèque, notamment les entreprises manufacturières de haute technologie et les sociétés publiques. Une hausse plus rapide que prévu des rendements des bons du Trésor américain ainsi qu'une nouvelle dégradation du secteur immobilier figurent parmi les possibles risques baissiers.

Nous sommes également optimistes à l'égard des **obligations à haut rendement des marchés développés**. Les entreprises « zombies » sont assez rares dans ce segment, tandis que les ratios d'endettement ont désormais retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie et que les relèvements de notes sont plus nombreux que les rétrogradations tant aux États-Unis qu'en Europe. Si les spreads du haut rendement européen se sont récemment creusés, ils se maintiennent à l'intérieur d'une fourchette aux États-Unis, bénéficiant du soutien apporté par le renchérissement du pétrole (le segment américain du haut rendement présente une allocation plus importante au secteur de l'énergie). Dans le segment du haut rendement, nous accordons une préférence particulière aux **obligations d'entreprises notées BB**, qui profitent d'un cycle de revalorisation dynamique. Il existe en effet une importante réserve d'entreprises notées BB prêtes à rejoindre l'univers « investment grade ». Ces « étoiles montantes » profitent généralement d'un resserrement des spreads lorsqu'elles parviennent à changer de statut.

En ce qui concerne la dette émergente, nous privilégions les **titres d'entreprises investment grade libellés en devise forte**, qui affichent des profils de volatilité et de duration plus intéressants. Les

obligations d'entreprises résistent mieux à une montée des rendements réels. Nous émettons des réserves sur le segment à haut rendement des marchés émergents, l'univers entier étant affecté par les incertitudes entourant les promoteurs immobiliers chinois. Le haut rendement chinois a connu la pire année de son histoire, perdant environ 30 % jusqu'en novembre (les valorisations ont intégré le pire scénario : le rendement minimum (yield-to-worst) actuel implique un taux de défaut de plus de 30 %). Bien que la Fed ait averti que le secteur immobilier chinois en difficulté pourrait présenter des risques à l'échelle mondiale, rien n'indique encore clairement si Pékin a l'intention d'intervenir avec un plan national de vaste envergure pour faire face à la crise et se positionner comme une sorte de prêteur en dernier ressort. Ces dernières semaines, les régulateurs chinois ont toutefois cherché à rassurer les investisseurs et les acheteurs de logements en affirmant que les risques pouvaient être contrôlés et que le durcissement excessif des conditions d'octroi de crédit par les banques était en cours de correction.

L'un des segments du marché obligataire qui a enregistré une performance exceptionnelle en 2021 est celui des obligations indexées sur l'inflation. En effet, les TIPS aux États-Unis et les obligations indexées sur l'inflation de la zone euro ont dépassé la barre des 6 %. Quiconque envisage d'investir dans des obligations indexées sur l'inflation pour se prémunir de l'inflation future doit avoir conscience qu'une grande partie du risque d'inflation est déjà prise en compte. Les points morts à 5 ans en Europe et aux États-Unis affichent des sommets record (1,70 % et 3,06 %, respectivement). Malgré la forte croissance et le resserrement des marchés du travail, des comparaisons avantageuses en rythme annuel et une certaine dissipation des pressions sur la chaîne d'approvisionnement devraient se traduire par une modération de l'inflation au cours des 12 prochains mois, avec un probable pic au premier trimestre 2022. Cette évolution devrait entraîner une réévaluation du risque inflationniste, et de ce fait une sous-performance des obligations indexées sur l'inflation par rapport aux obligations nominales.

13) Le crédit des marchés développés étant l'un de vos actifs favoris, qu'en est-il des obligations d'entreprises américaines par rapport à leurs homologues européennes ? Faut-il s'attendre à une augmentation des taux de défaut ?

En ce qui concerne l'univers des obligations en circulation, les niveaux d'endettement progressent année après année. Le bon côté des choses, c'est que le PIB augmente aussi - les deux évoluent heureusement de concert.

Pour l'instant, nous ne prévoyons pas de hausse des taux de défaut, en particulier au premier semestre 2022, et la dynamique des deux côtés de l'Atlantique nous paraît satisfaisante. Nous pourrions peut-être assister à une augmentation des anticipations de défaut en deuxième partie d'année. Les conditions financières sont la principale variable à surveiller et elles restent pour le moment extrêmement accommodantes. La hausse des taux, si elle s'avère conforme à nos attentes, sera gérable par la plupart des entreprises. Certains secteurs méritent néanmoins d'être surveillés de plus près, comme celui des obligations immobilières, dont les valorisations sont déjà remises en question par certains investisseurs.

Actions

14) Un pic des valorisations est parfois évoqué. Est-ce un risque ? En 2022, de quoi les actions auront-elles besoin pour poursuivre leur ascension ?

Avant que le Covid ne frappe la planète, les actions connaissaient la plus longue phase haussière de leur histoire et la notion de « pic des valorisations » était déjà largement évoquée. Après l'impressionnant redressement post-crise des indices boursiers, qui sont passés sans effort d'un nouveau sommet à un autre, le sujet du pic des valorisations est de retour et continuera probablement d'alimenter les conversations en 2022. Des valorisations tendues ne représentent pas nécessairement un obstacle à la hausse des actions - elles ne font que renforcer le risque baissier, les marchés intégrant pour l'essentiel un scénario idéal.

PER prévisionnels



Source : Bloomberg, BIL

Les marchés boursiers semblent quoi qu'il en soit aborder les fêtes de fin d'année avec optimisme, portés par une très forte demande des consommateurs, des politiques monétaires toujours accommodantes, un projet de loi sur les infrastructures qui vient d'être adopté et un rendement des bons du Trésor à 10 ans avoisinant 1,5 %. Le marché dispose encore d'abondantes liquidités et si les actions sont chères, tout le reste l'est aussi (il suffit pour s'en convaincre de regarder les enchères de NFT et la capitalisation boursière des crypto-monnaies). Du point de vue de la répartition des actifs, il

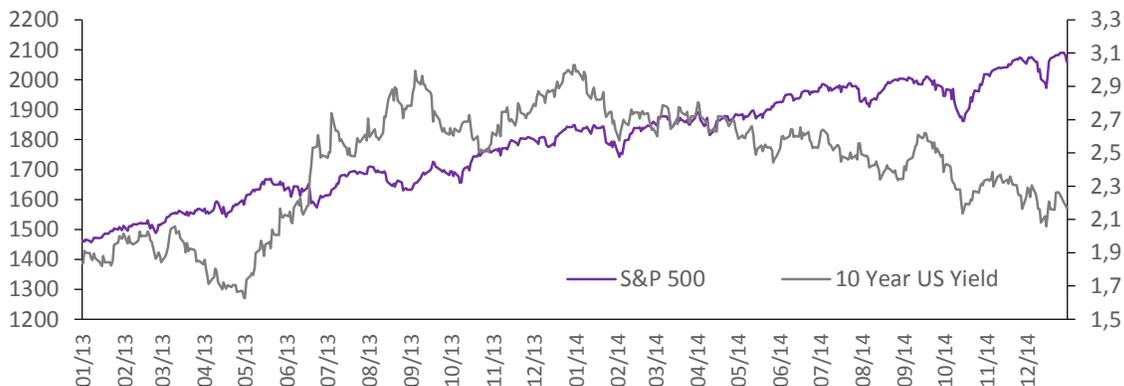
existe très peu d'alternatives attrayantes aux actions (ce que l'on appelle parfois l'effet TINA : « There Is No Alternative ») et à moins d'anticiper une correction imminente des marchés boursiers, ces derniers restent « the place to be » dans la mesure où les taux réels de plus en plus négatifs rendent les autres classes d'actifs (comme les liquidités et les obligations) inintéressantes. 2021 a envoyé un message retentissant aux investisseurs : lorsque les marchés résistent bien, rester sur la touche coûte cher.

Les résultats des entreprises seront le principal moteur des actions en 2022 et, même s'ils ont atteint un pic en 2021, le cycle bénéficiaire demeure très dynamique et devrait le rester, puisqu'il est prévu que la croissance économique soit encore vigoureuse une bonne partie de 2022.

La hausse des coûts de production n'a pas encore eu d'impact sensible sur les marges. Le calendrier de la résolution des goulets d'étranglement et des problèmes liés à l'offre devient néanmoins de plus en plus crucial : s'ils sont éliminés au cours du premier semestre de l'année (nous entrevoyons déjà quelques lueurs au bout du tunnel), alors nous devrions observer un regain de croissance, ce qui soutiendra les actions.

Alors que les banques centrales font désormais marche arrière sur les mesures de soutien accordées pendant la crise, certains se demandent si la montée des rendements constitue une menace pour les actions, en ce sens qu'elle pourrait réduire leur attrait relatif. En bref, isolément, cela ne posera pas de grave problème aux marchés d'actions car les taux affichent encore de très bas niveaux. En 2013, alors que les marchés financiers s'attendaient à une réduction du programme d'achat d'obligations de la Fed, les rendements sont passés d'environ 1,6 % à plus de 3 % et, sur cette même période, les actions ont elles aussi augmenté, comme le montre le graphique ci-dessous (le « tapering » a été annoncé le 22 mai 2013 et a commencé fin décembre de la même année). La situation deviendrait préoccupante si la hausse des rendements convergeait avec d'autres facteurs de risque (inflation plus persistante, poursuite des pénuries de main-d'œuvre, etc.); la conjonction des risques pourrait provoquer un basculement.

Rendement américain à 10 ans et indice S&P 500 lors du dernier épisode de « tapering »



Source : Bloomberg, BIL

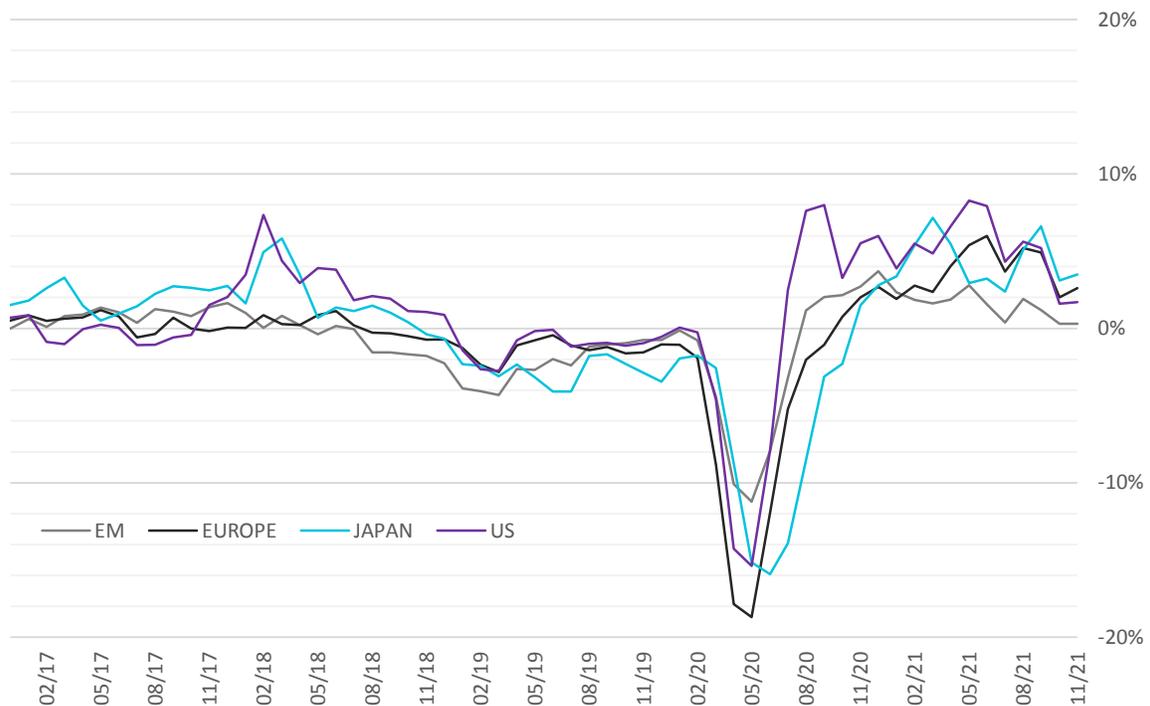
15) Les prévisions de bénéfices pour 2022 sont-elles trop ambitieuses ? Les entreprises peuvent-elles les dépasser ? Des révisions à la baisse sont-elles à prévoir ?

Les attentes ne sont en réalité pas si optimistes dans la mesure où un processus de normalisation est en cours. L'effondrement de la croissance du BPA en 2020 a été suivi d'une croissance exceptionnelle des bénéfices jusqu'à aujourd'hui.

À l'occasion de la saison des résultats du troisième trimestre, 81 % des sociétés du S&P 500 ont publié des résultats supérieurs aux attentes et la croissance bénéficiaire s'est établie à 39 %, alors qu'elle était attendue à 27 %. À mi-parcours de la saison européenne de publication des résultats, 68 % des entreprises avaient annoncé des résultats supérieurs aux attentes, avec une croissance des bénéfices de 57 %, contre un niveau anticipé de 45 %.

Avant ces bons résultats, les révisions des bénéfices avaient commencé à fléchir pour 2022 au niveau de l'indice, mais le retournement s'est maintenant arrêté.

Évolution comparée des révisions de bénéfices



Source : Bloomberg, BIL

Même si les goulets d'étranglement et les pénuries de main-d'œuvre n'ont pas encore eu d'impact significatif sur les marges, ces sujets ont été fréquemment mentionnés lors des conférences téléphoniques sur les résultats du troisième trimestre. Interrogées sur la date à laquelle elles pensaient que ces problèmes seraient résolus, les entreprises ont exprimé des avis divergents. Ces problématiques commenceront probablement à transparaître dans les chiffres réels des résultats du quatrième trimestre 2021 et du premier trimestre 2022, et il sera intéressant de voir si le marché et les analystes réagissent de la même manière à un BPA inférieur aux attentes du fait de contraintes liées à l'offre qu'à un BPA décevant à cause de la demande. Les révisions des bénéfices pourraient se détériorer davantage, mais pas nécessairement, si les analystes peuvent voir au-delà de ces problèmes et les considérer comme un report de revenus.

Plus tard dans le courant de l'année 2022, les révisions de bénéfices pourraient se redresser à mesure que les goulets d'étranglement se résorberont. La tendance pourrait également évoluer rapidement en sens inverse si les taux d'intérêt augmentent, si l'inflation se révèle plus durable et si les tensions sur les coûts de production ne se dissipent pas au premier semestre de l'année.

16) Quelles sont vos préférences régionales en matière d'actions ?

Nous surpondérons les États-Unis et l'Europe, avons une exposition neutre à la Chine et sous-pondérons les marchés émergents.

En accord avec nos perspectives macroéconomiques, nous préférons les actions des marchés développés à celles des marchés émergents.

Les États-Unis sont la région qui se comporte le mieux, avec des données macroéconomiques stables. Le marché américain est également attrayant dans une perspective de fuite vers la qualité en cas de regain d'aversion au risque (les valeurs de qualité y sont plus nombreuses et le marché a tendance à bien se comporter dans ce contexte). Vers la seconde moitié de l'année, si la croissance et l'inflation se modèrent, les styles d'investissement axés sur la croissance à un prix raisonnable (GARP, « growth at a reasonable price ») et sur la qualité retrouveront la faveur des investisseurs et ces types d'actions se concentrent davantage aux États-Unis.

L'Europe, quant à elle, connaît à l'heure actuelle un retournement macroéconomique et accuse un certain retard vis-à-vis des États-Unis en termes de résultats d'entreprises. Le marché européen bénéficie toutefois de l'environnement actuel de hausse des taux d'intérêt et de l'inflation en raison de la

prépondérance des valeurs de rendement, tandis que la BCE poursuit une politique monétaire résolument plus accommodante que les autres grandes banques centrales.

La Chine est attrayante du point de vue des valorisations. Pourtant, l'incertitude réglementaire tient les investisseurs internationaux à l'écart et la région est désormais très bon marché par rapport aux marchés développés. Nous avons pour l'instant un positionnement neutre sur les actions chinoises, mais nous nous tenons prêts à augmenter notre exposition dès lors que nous aurons davantage de visibilité sur le plan réglementaire (ce qui devrait diminuer la volatilité) et que la Chine commencera à déployer sa puissante force de frappe budgétaire.

Les actions chinoises onshore et offshore devraient offrir des avantages comparatifs aux investisseurs à long terme et nous sommes particulièrement optimistes en ce qui concerne les thèmes d'investissement suivants :

- **L'innovation et le cycle de revalorisation industrielle vers des activités de fabrication de pointe**

Ces sujets seront omniprésents, en tant que pilier essentiel du développement à long terme et de la croissance économique de la Chine. Les secteurs industriels avancés en constitueront le cœur, conformément à la stratégie Innovation 2025 de la Chine. Les secteurs des équipements informatiques tels que les composants électroniques, les semi-conducteurs et les dispositifs portables continuent de bénéficier de l'innovation mondiale et des percées technologiques des producteurs nationaux. L'engagement de la Chine en faveur de la neutralité carbone d'ici 2060 est à l'origine d'investissements à long terme dans les domaines de l'énergie solaire/éolienne, du stockage de l'énergie, de la construction de réseaux intelligents, des véhicules fonctionnant avec des énergies nouvelles et de la chaîne de valeur de l'industrie des batteries au lithium. Les entreprises leaders de ces secteurs connaissent une forte expansion, ce qui en fait des valeurs sous-jacentes souhaitables pour un portefeuille d'investissement à long terme.

- **L'expansion de la classe moyenne va de pair avec une reflation des biens de consommation et une montée en gamme de la consommation**

Comme indiqué dans la section consacrée aux anticipations macroéconomiques, une tendance à l'accentuation des pressions sur les prix de l'IPC par le biais de la hausse des prix de détail a commencé à se dessiner au troisième trimestre 2021. Alors que la consommation se redresse progressivement, les grandes marques de produits de consommation commencent à répercuter sur les utilisateurs finaux les pressions subies au niveau des coûts. La « premiumisation » constitue également un moteur à long terme, reflétant les besoins de montée en gamme des consommateurs et la demande d'offres de produits diversifiées. Les pratiques de hausse des prix seront selon nous plus communes en 2022 et les leaders disposant d'un meilleur portefeuille de produits et d'une forte image de marque dans les secteurs de la consommation profiteront d'une expansion des marges. Ces entreprises devraient enregistrer une croissance bénéficiaire supérieure à la moyenne dans un contexte de reflation.

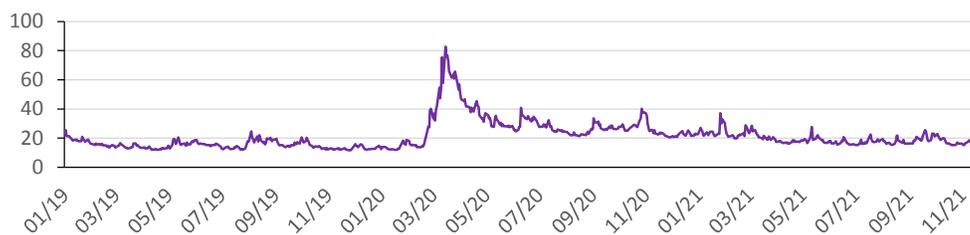
- **Des politiques réglementaires normalisées pour les secteurs technologiques en 2022**

Après un cycle de réglementation d'un an, nous pensons que le marché a intégré une grande partie des contraintes politiques, notamment la loi antitrust, la sécurité des données, la protection des mineurs et la responsabilité sociale. Les valeurs Internet chinoises ont subi une correction d'environ 45 % en moyenne par rapport à leurs plus hauts de février 2021, sous l'effet du poids excessif de la réglementation, du ralentissement de la croissance des bénéficiaires et de la contraction des marges à long terme. Au second semestre 2021, nous avons observé chez les autorités de réglementation chinoises une amélioration progressive de la transparence des stratégies suivies et de la clarté des mesures réglementaires. Certains domaines tels que l'antitrust et la protection des mineurs approchent de la fin d'un premier palier. Des entreprises comme Alibaba et Meituan ont été sanctionnées et ont reçu des directives spécifiques en vue de futurs ajustements opérationnels. À l'avenir, des mesures réglementaires plus granulaires pourraient être déployées, mais de manière plus prévisible et plus progressive. La confiance envers le secteur sera par ailleurs renforcée par : 1) le fait que le commerce électronique a commencé à se redresser au troisième trimestre 2021, 2) les grandes plateformes qui améliorent leurs avantages concurrentiels dans le domaine des jeux en ligne grâce à une meilleure conformité avec la politique de protection des mineurs de l'autorité de régulation, ainsi qu'à des portefeuilles de jeux plus innovants et diversifiés, et 3) des valorisations attrayantes.

17) Quelles sont vos préférences en termes de secteurs et de styles ?

Nous tablons sur des marchés d'actions plus volatils en 2022, en particulier tant que les problèmes liés à l'offre n'auront pas été résolus.

La volatilité avoisine actuellement les niveaux qui étaient observés avant le Covid (VIX)



Source : Bloomberg, BIL

Plutôt que de réduire notre exposition aux actions en termes secs, nous avons appliqué une stratégie de type barbell à notre allocation sectorielle en vue d'équilibrer le risque. Cela implique des positions à la fois sur les valeurs cycliques, qui prospèrent traditionnellement dans un environnement inflationniste, et sur les valeurs défensives (santé).

Préférences sectorielles

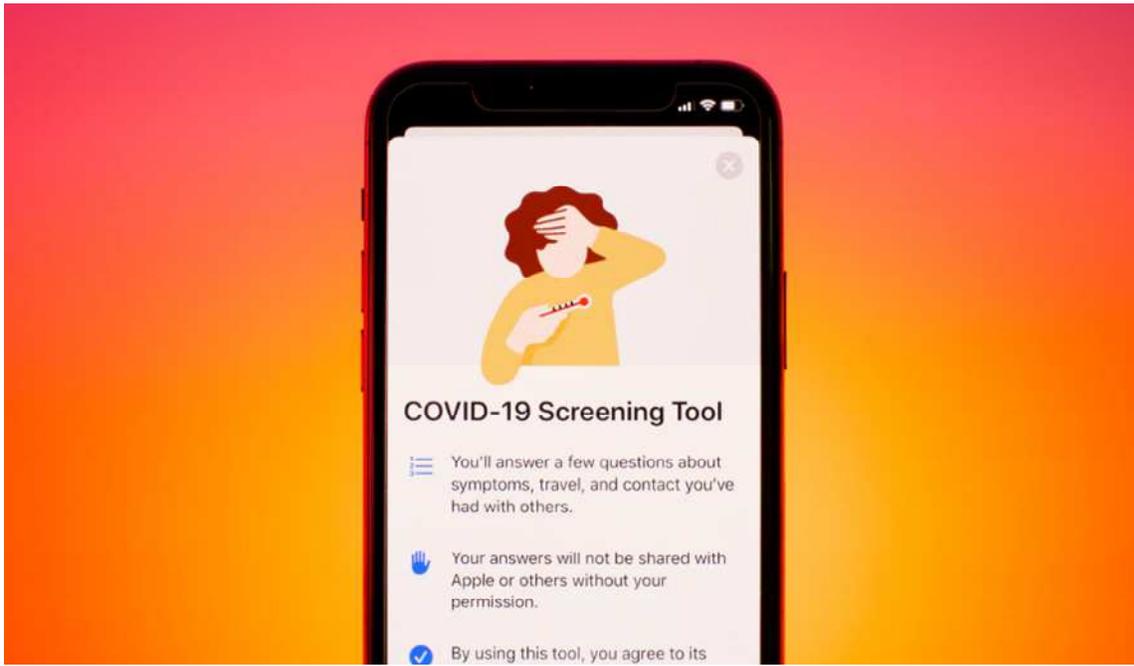
| NÉGATIF | NEUTRE | POSITIF |
|---|---------------------------------------|-----------|
| Consommation de base | Services aux collectivités | Finance |
| Industrie (Europe) | Industrie (États-Unis) | Matériaux |
| Consommation discrétionnaire (États-Unis) | Consommation discrétionnaire (Europe) | Énergie |
| | TI | Santé |
| | Immobilier | |
| | Services de communication | |

Le secteur de l'**énergie** est appelé à prolonger sa surperformance en 2022, sur fond de crise énergétique mondiale et de marchés pétroliers tendus. Ce secteur est un des principaux bénéficiaires du thème du redémarrage des économies (en particulier au regard de la reprise des déplacements). Les révisions des prévisions de bénéfices y sont importantes et la poursuite de la tendance haussière des prix du pétrole apporte du soutien, avec comme corollaire une augmentation du nombre de gisements rentables.

Le secteur des **matériaux** est lui aussi un secteur cyclique. Il devrait continuer à bénéficier de la hausse généralisée des coûts des matières premières dans un contexte de forte demande et d'importantes mesures de relance budgétaire, qu'il s'agisse de la campagne « Build Back Better » en faveur des infrastructures lancée par Joe Biden aux États-Unis ou du programme Next Gen de l'UE. Nous apprécions tout particulièrement le sous-secteur minier, une position de fin de cycle permettant de bénéficier d'importants rendements de flux de trésorerie disponible. La demande en faveur de la plupart des matières premières minières a engendré des conditions solides pour les producteurs et les sociétés d'exploration, et les contraintes liées à l'offre ouvrent la voie à des prix historiquement supérieurs à la moyenne jusqu'en 2025, principalement du fait de la demande croissante visant les matériaux utilisés dans l'accélération de la transition énergétique mondiale. (x)

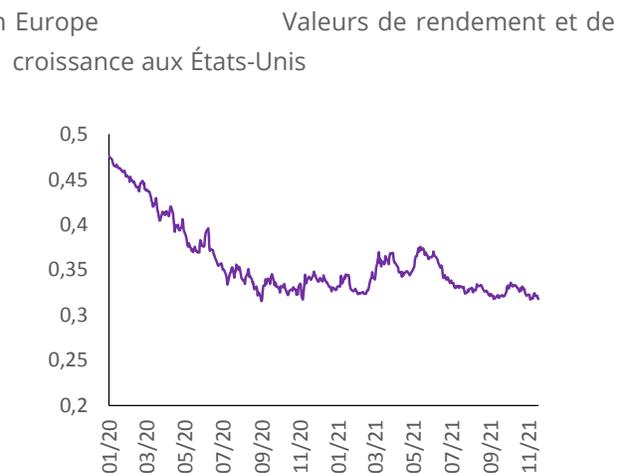
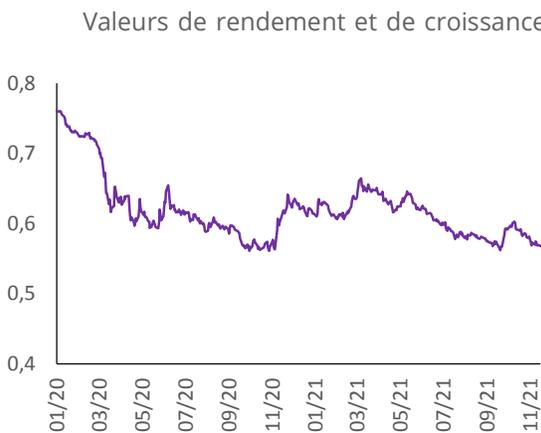
Les **valeurs financières** sont les grandes gagnantes de la montée des taux d'intérêt. Les marges nettes d'intérêts sont ancrées dans la partie longue de la courbe, tandis que la croissance des dépôts est vigoureuse grâce aux mesures de relance. Il s'agit également d'un secteur où nous constatons une augmentation de l'efficacité et de l'innovation grâce à la numérisation.

La **santé** est un secteur défensif, moins exposé aux facteurs défavorables que sont les tensions inflationnistes, la hausse des coûts de production, les pénuries de main-d'œuvre et les difficultés des chaînes d'approvisionnement. Après avoir été propulsé sous les feux de la rampe par la pandémie, le secteur connaît une vague d'innovation, notamment dans des domaines tels que la télésanté, les soins aux patients et les traitements (la technologie de vaccin à ARN messager pourrait être utilisée pour traiter d'autres maladies graves (xi)). Il existe également un large éventail de possibilités de collaboration entre les secteurs public et privé.



Après avoir été propulsé sous les feux de la rampe par la pandémie, le secteur de la santé connaît une vague d'innovation

En termes de style, nous avons privilégié tout au long de l'année 2021 les **valeurs de rendement**, qui tirent généralement parti de la hausse des taux et de l'inflation. Au vu du niveau élevé des prévisions d'inflation et de l'humeur plus offensive des banques centrales, investir dans ce type d'actions demeure plus prudent. En effet, les valeurs de rendement continuent d'afficher des révisions nettes plus favorables que les actions de croissance, indiquant que cette stratégie dispose encore d'un certain potentiel.



Source : Bloomberg, BIL

Nous pensons toutefois que les transactions de type GARP (croissance à un prix raisonnable) reprendront le leadership au cours de l'année 2022 dès lors que les problèmes de chaîne d'approvisionnement se résorberont et que l'inflation se modérera. Cela profiterait aux actions à plus long terme dans des secteurs tels que l'informatique, dont les flux de bénéfices sont plus éloignés dans le temps.

Si les grandes entreprises technologiques font toujours l'objet d'une surveillance réglementaire dans le monde entier (amende antitrust de 2,8 milliards de dollars infligée à Google, témoignage devant une sous-commission du Sénat d'un lanceur d'alerte qui affirme que Facebook fait passer les profits avant la sécurité), il est peu probable que les régulateurs prennent des mesures radicales au point de briser ou d'entraver la croissance à long terme de leurs centrales d'innovation nationales, alors que la course mondiale à la suprématie technologique bat son plein. La technologie est largement portée par la mutation structurelle vers une société plus numérisée.

18) Dans votre processus de sélection, accordez-vous une importance particulière aux bénéficiaires de l'inflation ?

En effet, l'une des meilleures façons de faire face aux pénuries et aux difficultés de la chaîne d'approvisionnement consiste à augmenter les prix. Quelques entreprises l'ont déjà fait, sans que la demande en pâtisse.

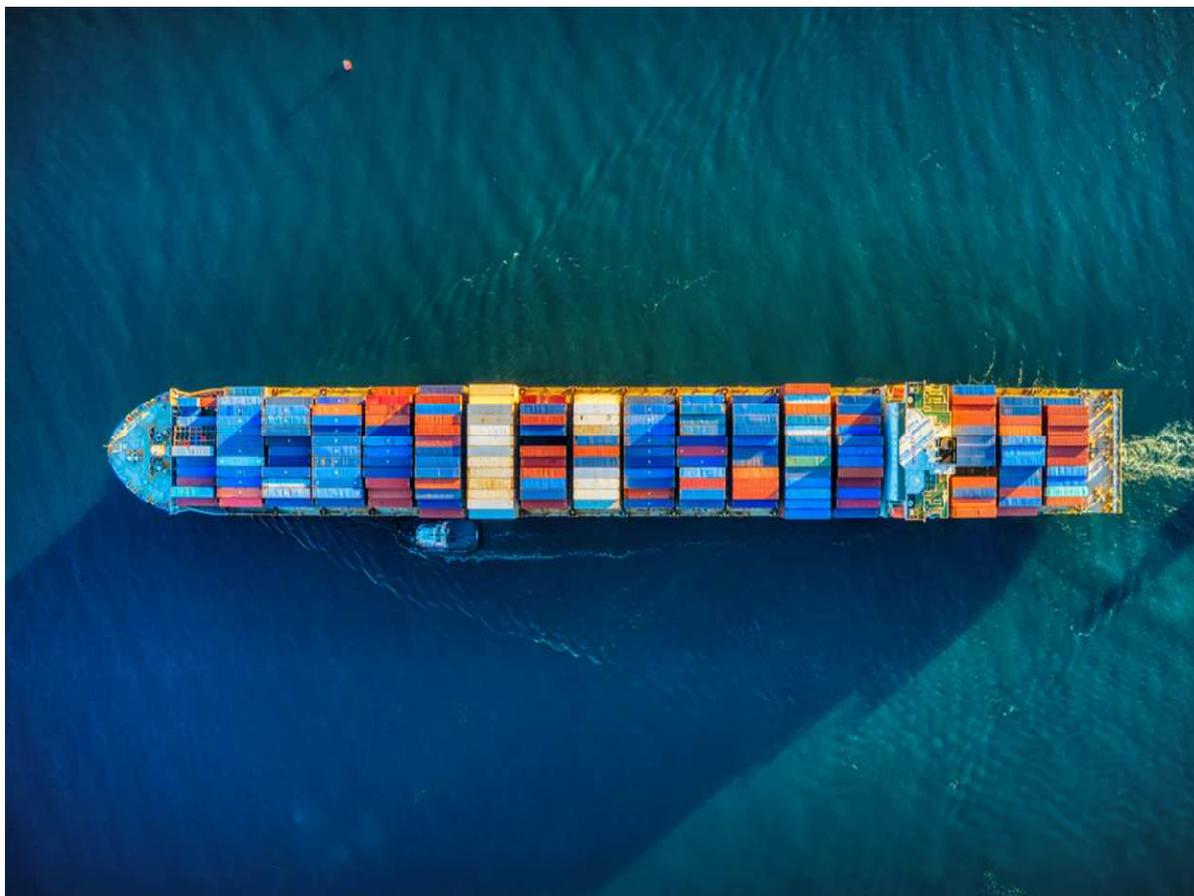
PepsiCo a ainsi augmenté durant l'été les prix de ses boissons gazeuses et de ses produits à grignoter pour compenser la hausse des coûts des matières premières et des transports, et prévoit de nouvelles majorations au début de l'année prochaine. Lors d'une conférence téléphonique sur les résultats organisée en octobre, le CEO Ramon Laguarta a laissé entendre que les clients ne semblaient pas s'en préoccuper, affirmant que « dans le monde entier, les consommateurs semblent désormais porter un regard quelque peu différent sur les prix ».

En septembre, Procter & Gamble, un géant multinational des biens de consommation à rotation rapide, a relevé les prix d'un grand nombre de ses produits. Le Chief Financial Officer Andre Schulten a indiqué aux analystes : « Les consommateurs n'ont pas réagi de manière significative ».

Et en octobre, le géant de la restauration rapide McDonald's a annoncé une augmentation de 6 % par rapport aux prix pratiqués en 2020, du fait de la hausse des coûts (en plus de la hausse du coût des ingrédients, la chaîne de burgers a expliqué que les frais de main-d'œuvre avaient augmenté de 10 % dans ses restaurants franchisés et de 15 % dans les établissements lui appartenant). Il semble que cette hausse soit pour l'instant bien digérée par les clients. Selon le CEO, Chris Kempczinski, cette augmentation « a été plutôt bien accueillie ». Après avoir intégré la nouvelle, les investisseurs ont fait grimper les actions de la société de 6 %.

Le pouvoir de fixation des prix devrait jouer un rôle encore plus important dans la performance relative en 2022, dans un contexte de coûts de transport élevés, de prix des matières premières qui augmentent, de problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement et de croissance des salaires. Mais toutes les

entreprises ne disposent pas d'un tel pouvoir. Nous nous sommes récemment attachés à identifier, dans différents secteurs, les entreprises qui sont en mesure de répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs. Ce sujet est assez bien couvert dans les perspectives de résultats et cela nous donne une idée des entreprises qui seront en mesure de maintenir des marges relativement stables pendant cet épisode d'inflation accrue. Comme nous l'avons déjà indiqué, la hausse des coûts de production ne s'est pas encore répercutée de manière significative sur les marges, qui restent proches de leurs pics. À un moment ou à un autre, les marges seront forcément affectées, et il est préférable de s'exposer à des entreprises qui détiennent un pouvoir de fixation des prix pour défendre leurs marges.



Le pouvoir de fixation des prix devrait jouer un rôle encore plus important dans la performance relative en 2022, dans un contexte de coûts de transport élevés, de prix des matières premières qui augmentent, de problèmes liés à la chaîne

Matières premières et devises

19) Quels sont vos scénarios en ce qui concerne les matières premières et les devises ?

Face à la hausse de la demande, il était attendu que l'OPEP+ augmente sa production de pétrole de 800.000 barils par jour (bpj). Ses membres ont néanmoins décidé de maintenir l'offre à 400.000 bpj, par crainte de nouveaux revers dans la lutte contre le Covid-19 et du ralentissement macroéconomique. Des prix plus élevés permettent également aux gouvernements des pays producteurs de pétrole qui ont été durement touchés en 2020 d'améliorer la situation de leurs comptes.

La retenue de l'OPEP+ a contribué à un rebond qui a fait grimper le prix du pétrole brut Brent, la référence mondiale, à 86,70 dollars le mois dernier, soit son plus haut niveau depuis trois ans. La tendance haussière des prix devrait perdurer jusqu'en 2022, l'offre ne parvenant pas à satisfaire la poussée de la demande mondiale. Dans le but de réduire les prix payés par les consommateurs, les États-Unis puiseront 50 millions de barils de pétrole brut dans leurs réserves stratégiques durant la seconde quinzaine de décembre. L'OPEP+ a toutefois déjà prévenu qu'elle ralentirait ses hausses de production en cas d'offre supplémentaire provenant des stocks.

Les entreprises américaines actives dans le schiste, dont le seuil de rentabilité se situe en moyenne à 46 dollars par baril (xii), sont des producteurs de pétrole d'importance secondaire à l'échelle mondiale, qui interviennent souvent pour équilibrer la dynamique de l'offre et de la demande lorsque les prix atteignent un certain seuil. Toutefois, si les grandes compagnies pétrolières, dont BP, Chevron et Exxon Mobil, ont officiellement fait savoir qu'elles prévoyaient d'augmenter la production ou les dépenses liées au schiste l'année prochaine, il est peu probable qu'elles puissent répondre entièrement à la demande excédentaire. Nous devons également garder à l'esprit que l'agenda vert de M. Biden limite quelque peu la marge de manœuvre des producteurs de schiste américains. Cette année, l'administration Biden a annoncé un moratoire sur la délivrance de permis de forage sur les terres et les eaux fédérales, et le projet de pipeline KEYSTONE XL du Canada vers les États-Unis a effectivement été annulé.

*Nous sommes optimistes à l'égard du pétrole, un peu moins
concernant l'or*

L'or fait souvent office de couverture contre l'inflation et de facteur de stabilisation des portefeuilles dans les phases de turbulences des marchés. À ce titre, il bénéficie d'une conjonction de différents facteurs à court terme :

- Les récents chiffres élevés de l'inflation
- La confirmation, par les principales banques centrales, du maintien de taux d'intérêt bas pour le moment
- Les inquiétudes liées à la crise du Covid alors que l'hémisphère nord entre dans la saison hivernale
- La consommation industrielle d'argent et d'or

Ces facteurs ont poussé l'once troy au-dessus de 1.800 dollars et devraient permettre à l'or de poursuivre son rebond en fin d'année. À plus long terme, cependant, lorsque les goulets d'étranglement de l'offre se desserreront et que les banques centrales commenceront à normaliser leur politique, le prix de l'or devrait reculer (la réduction des mesures de relance et les hausses de taux d'intérêt ont tendance à faire grimper les rendements des obligations d'État et à augmenter le coût d'opportunité de la détention d'or, qui ne rapporte aucun intérêt).

Il est également intéressant de constater que l'or est concurrencé par les crypto-monnaies (ou, plus largement, par les actifs numériques). Avant la reprise du cours de l'or en novembre, plus de 10 milliards de dollars avaient été retirés du plus grand fonds indiciel coté adossé à l'or cette année et les réserves d'or physique des fonds ont également été écoulées, selon les données fournies par Bloomberg. Le prix de l'or avait chuté d'environ 6 %, tandis que le prix du Bitcoin doublait pour atteindre un sommet historique de plus de 67.000 dollars. Il semblerait que certains investisseurs perçoivent le Bitcoin et d'autres crypto-monnaies comme une couverture contre l'inflation. Bien que nous ne parvenions pas à identifier de corrélation forte entre le Bitcoin et l'inflation, nous remarquons que l'émergence « d'alternatives numériques » constitue une menace supplémentaire pour l'or.

Sur les marchés des devises, nous comptons sur un changement de ton des gouvernements du monde entier. Depuis 2000 environ, un des principaux objectifs politiques a été de soutenir l'expansion au moyen d'une monnaie compétitive, sur fond principalement de pressions désinflationnistes, la majorité des pays développés préférant largement des monnaies plus faibles pour soutenir la croissance de leurs exportations. Aujourd'hui, l'intensification des pressions sur les prix se mue en un problème social, économique et politique et les gouvernements sont conscients que des monnaies plus fortes contribueront à atténuer les tensions inflationnistes.

Nous abordons la nouvelle année avec une opinion plus favorable à l'égard du dollar américain, par rapport à l'euro. L'évolution de la politique monétaire sera probablement le principal déterminant du cours du dollar à l'approche de la nouvelle année, et le durcissement de la politique de la Fed (contrastant avec une BCE qui reste relativement accommodante), associé à des niveaux d'inflation élevés, devrait soutenir le billet vert. Nous sommes neutres sur le yuan chinois, car nous pensons qu'il pourrait être confronté à des facteurs défavorables en raison d'une possible inflexion plus accommodante de la politique de la PBoC. La monnaie chinoise bénéficie néanmoins toujours de l'incidence baissière de l'excédent commercial (celui-ci devrait encore contribuer à hauteur de 3 % environ au PIB l'année prochaine [comme en 2019]). Nous sommes optimistes à l'égard du franc suisse. La Suisse a fait preuve d'une forte résilience au niveau de l'offre lors de la reprise post-Covid et sa devise s'est toujours appréciée dans un environnement inflationniste.

Thématiques d'investissement à long terme

20) Au-delà des investissements à court terme, quelles sont les thématiques structurelles à long terme que vous suivez et qui transcendent le cycle d'investissement traditionnel ?

Le philosophe grec Héraclite a dit un jour : « rien n'est permanent, sauf le changement ». Les idées disruptives, l'innovation, les forces économiques et les événements naturels remodelent continuellement le monde dans lequel nous vivons. L'investissement thématique consiste avant tout à identifier ces changements et à investir dans des sociétés positionnées de manière à en tirer le meilleur parti. Nous pensons que l'investissement thématique, en se concentrant résolument sur les tendances structurelles à long terme, offre une plateforme idéale pour focaliser la réflexion sur la vision à long terme qu'exige l'investissement en actions, indépendamment des aléas à court terme des cycles économiques.

Le fait que l'investissement thématique contribue à atténuer les limites des indices de référence est également intéressant pour les investisseurs. Vous n'investissez pas dans une entreprise parce qu'elle a son siège ou est cotée dans un pays spécifique, mais bien parce qu'elle est exposée à la tendance à long terme que vous avez identifiée, où qu'elle se trouve dans le monde.

L'avenir est aujourd'hui source d'inquiétude ou de pessimisme pour de nombreuses personnes. Ce constat est clairement lié au contexte actuel de la pandémie de Covid ainsi qu'à une prise de conscience croissante du changement climatique.

La trame de fond est évidente. Le capital financier a le plus souvent nui au capital naturel et humain. Afin d'être en phase avec l'avenir, le nouveau paradigme doit être aligné sur le triple bilan (personnes, profits, planète). Il faudrait y ajouter un quatrième élément : la finalité. Cette dimension supplémentaire implique de reconsidérer ce que nous voulons, et cette approche est déjà appliquée dans une certaine mesure.

La décarbonisation de notre monde, la réforme de notre logique économique (circulaire et non plus linéaire) et le recours à la technologie pour provoquer des changements exponentiels constituent autant d'opportunités d'investissement considérables. Que les choses soient claires : il ne s'agit plus de paroles vaines ou vides de sens, mais d'une transformation massive qui est déjà à l'œuvre dans tous les secteurs et dans toutes les régions. La révolution de la durabilité bat son plein, et l'écologie succède au numérique.

Notre expérience nous a appris que les opportunités d'investissement les plus intéressantes se situent à la convergence de plusieurs thèmes qui se renforcent les uns les autres. À cet égard, l'accélération de la transition vers une économie plus durable, portée par la plus grande transformation technologique de l'histoire de l'humanité, constitue l'opportunité la plus évidente.

Nos thèmes d'investissement préférés sont actuellement le changement climatique, l'économie circulaire, la rareté de l'eau et les soins de santé (oncologie et biotechnologie), ainsi que d'autres consécutifs à des perturbations technologiques plus spécifiques (technologie agricole, 5G et Fintech), notamment lorsqu'ils sont associés à des solutions de (cyber)sécurité.

Aristote, pour conclure en évoquant un autre philosophe grec, nous enseigne que tout a un but ou une raison d'être. Si nous voulons comprendre la nature profonde d'une chose, alors il faut la considérer sous l'angle de sa finalité ou de son but (du grec « Telos » ou τέλος). Dès lors que nous nous laissons guider par notre sagacité, les choix deviennent évidents.

Durabilité

21) Quelle est la position de la BIL concernant l'intégration de considérations durables dans les décisions d'investissement ?

Au cours de la dernière décennie, la question des critères ESG est passée du statut de niche à celui de thème grand public. Amplifiées par les crises environnementales, sociales et sanitaires actuelles, des transformations sociétales profondes sont à présent en marche. Le débat autour de l'ESG se décline à tous les niveaux, que ce soit parmi les décideurs politiques, les dirigeants des conseils d'administration, les employés ou les investisseurs. En un mot, l'ESG n'est plus seulement un sujet « accessoire » sympathique : c'est tout simplement devenu un élément indispensable. La manière dont une entreprise gère ses enjeux ESG peut être considérée comme une preuve de sa capacité à faire face à l'avenir dans un monde en constante évolution.

Dans la mesure où toutes les parties prenantes accordent une importance stratégique aux questions de durabilité, le secteur de la gestion d'actifs et de patrimoine subit une mutation massive.

Mais ce phénomène ne se limite pas non plus à l'investissement : le financement durable est en plein essor et se développe au-delà des obligations vertes. Les nouvelles émissions d'obligations vertes, sociales et durables (GSS), d'obligations liées à la durabilité (SLB) et d'obligations de transition avec labels ont atteint près d'un demi-millier de milliards (496,1 milliards de dollars) au premier semestre 2021, soit 2.100 milliards de dollars sur une base cumulée. Ce montant représente une croissance en glissement annuel de 59 % du marché des obligations vertes, sociales et durables par rapport à la même période de 2020. Ces chiffres illustrent une dynamique spectaculaire, encore renforcée par l'entrée de l'UE sur le marché avec des émissions destinées à soutenir le fonds de relance de l'Union face à la pandémie. Cette croissance robuste offre des opportunités de liquidité et de diversification supplémentaires aux investisseurs, qui peuvent désormais envisager de façon réaliste de remplacer tout ou partie de leur exposition aux marchés de taux par une allocation aux obligations vertes.

Alors que la pandémie de Covid-19 a focalisé l'attention collective sur la crise sanitaire et les questions sociales connexes, des événements récents - tels que le dôme de chaleur au-dessus de certaines parties de l'Amérique du Nord, les incendies et les inondations dévastatrices en Europe - renforcent l'urgence de la lutte contre le réchauffement climatique.

De ce point de vue, l'année 2021 a engendré une dynamique fructueuse autour de la justice climatique intergénérationnelle. Dans le monde entier, de plus en plus de tribunaux sont intervenus pour combler les lacunes de l'action contre le changement climatique, en appelant les États et les entreprises du secteur privé à intensifier leurs efforts en vue d'œuvrer collectivement pour un avenir plus durable. En avril 2021, la Cour constitutionnelle allemande a jugé que la loi allemande sur la protection du climat de décembre 2019 n'était pas suffisante pour honorer les obligations de l'Allemagne. En mai 2021, une décision de justice a établi qu'un raisonnement similaire s'applique également aux entreprises privées. Dans l'affaire Milieudefensie contre Royal Dutch Shell, le tribunal de district de La Haye a jugé que Royal Dutch Shell avait une obligation individuelle de réduire les émissions de CO₂ sur la base d'une norme de diligence établie.



Alors que les défenseurs de la justice climatique se font de plus en plus entendre, l'actionnariat actif dans le domaine de l'ESG a également connu un succès retentissant. Le 26 mai 2021, le fonds activiste centré sur le climat Engine No. 1, qui ne possédait que 0,02 % des actions d'Exxon Mobil, est parvenu à élire trois administrateurs au conseil d'administration d'Exxon Mobil et a parrainé deux propositions d'actionnaires qui ont recueilli l'adhésion de la majorité, le tout contre les recommandations du conseil. C'était la première fois que l'élection d'un conseil d'administration était véritablement axée sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance.

Mais 2021 a également été le théâtre de quelques retours en arrière et controverses sur le développement durable. En mars, l'éviction du CIO de Danone, E. Faber, a mis en évidence la difficulté de concilier profits et objectifs ESG, tandis qu'en août, DWS, la branche de gestion d'actifs de Deutsche Bank, a fait l'objet d'une enquête sur des allégations d'exagération des caractéristiques environnementales ou sociales de certains produits d'investissement labellisés ESG.

2021 aura aussi été l'année du décès de Sachin Vankalas, directeur général de l'agence de labellisation des fonds Luxflag, un être humain extraordinaire qui sera grandement regretté par la communauté luxembourgeoise de la finance durable.

22) Maintenant, quel sera le visage de la finance durable en 2022 ?

Le fait est que les investissements requis pour la transition vers une économie verte et durable sont supérieurs aux moyens du seul secteur public. Les investisseurs ont un rôle à jouer dans la conduite d'un changement positif en réorientant les capitaux vers des entreprises et des innovations durables, en contribuant à la création d'une économie sobre en carbone, résiliente au changement climatique et circulaire, tout en renforçant les efforts visant à éradiquer les injustices sociales dans le monde entier.

De plus en plus d'épargnants veulent avoir un meilleur aperçu de ce qu'il advient de leur argent. Et si cet argent pouvait être utilisé à la fois pour financer leur retraite et améliorer l'état du monde ? L'argent peut être source de rendement, mais il peut aussi rendre le monde meilleur. Si vous vous souciez du changement climatique, des inégalités entre les sexes et de la justice sociale, votre façon de gérer votre argent peut vous permettre de jouer vous aussi un rôle déterminant sur le terrain.

Au vu de la dynamique réglementaire européenne, il est évident que l'ESG fait désormais partie intégrante du paysage de l'investissement, dont il est un principe central.

Alors que les investisseurs institutionnels mettront l'accent sur les impacts extra-financiers aussi bien que sur les rendements financiers, nous nous attendons à ce que cette tendance se reflète chez les investisseurs particuliers et, plus encore, à ce que 2022 soit l'année de l'intégration des préférences ESG des investisseurs dans l'évaluation de l'adéquation d'un investissement, au même titre que les objectifs financiers, les profils de risque (y compris la capacité et la volonté de tolérer des pertes) et les connaissances et l'expérience en matière d'investissement et de finance.

Pour nous, l'investissement ESG n'est pas un ticket gagnant pour la surperformance, mais un outil indispensable pour détecter des investissements sains, identifier des opportunités, générer des rendements et gérer les risques. Nous continuerons l'année prochaine de nous concentrer sur les facteurs de gouvernance et environnementaux (notamment parce que le risque climatique devient un thème d'investissement majeur, dont l'urgence a été rappelée par la récente COP26). Il nous semble par ailleurs que nous avons de plus en plus intérêt à nous pencher sur le « S » des critères ESG.

Le moment est venu pour les investisseurs de prendre le temps, avec leur gestionnaire d'actifs ou leur conseiller financier, de vérifier la pérennité de leur portefeuille.

Si la crise du Covid-19 a favorisé une surperformance significative des actifs respectant les critères ESG, nous pensons également que l'écart de performance continuera de se creuser du fait du nouvel état d'esprit des investisseurs à l'égard des investissements ESG, de la reconnaissance par la société des risques liés à la durabilité et de l'identification des opportunités en la matière. Nous sommes convaincus qu'il ne s'agit pas simplement d'un produit de plus mis à la disposition des investisseurs, et qu'il sera de plus en plus difficile pour les gestionnaires de fonds de ne pas trancher entre investissements ESG et non ESG.

Les conséquences de la refonte de la réglementation européenne ne seront pas pleinement ressenties avant plusieurs années, mais nous pensons que le moment est venu pour les investisseurs de prendre le temps, avec leur gestionnaire d'actifs ou leur conseiller financier, de vérifier la pérennité de leur portefeuille.

Conclusion

Dans les perspectives de l'année dernière, nous mettions l'accent sur la lumière qui apparaissait au bout du tunnel. En 2021, cette lumière s'est avérée beaucoup plus vive que prévu. Les surprises économiques s'estompent désormais et les investisseurs tentent de reconsidérer les prévisions relatives à la fin possible du cycle actuel. Dans cette optique, le chemin à parcourir sera plus difficile. Les risques et les opportunités d'investissement sont appelés à évoluer rapidement, mais nous restons déterminés à offrir à nos clients des solutions efficaces pour tirer le meilleur des marchés financiers.

D'un point de vue macroéconomique, il est vrai que les jours fastes de 2021, marqués par une croissance fulgurante qui a permis aux actions d'atteindre sans effort de nouveaux sommets, semblent être derrière nous, mais nous profitons encore des retombées de cette expansion rapide et la croissance devrait rester supérieure à la tendance en 2022.

De toutes les questions que nous avons posées dans ces perspectives, la plus importante concerne l'inflation : sera-t-elle transitoire ou durable ? Pour l'heure, les entreprises, confrontées à une difficile combinaison de problèmes allant des bouleversements de la chaîne d'approvisionnement aux pénuries de main-d'œuvre, commencent à répercuter la hausse des coûts sur les consommateurs afin de protéger leurs marges. La poursuite du renforcement et de la généralisation des pressions inflationnistes est un risque impossible à nier, qui pourrait à terme menacer le comportement des consommateurs et les dépenses des entreprises. Les banques centrales ont à cœur d'éviter un tel scénario, mais elles se trouvent dans une impasse : si elles agissent de manière trop agressive, elles risquent d'étouffer la croissance et de déstabiliser les marchés financiers.

Dans ce contexte, la politique monétaire accommodante reste de mise et offre un soutien généreux, mais chaque chiffre d'inflation non conforme aux attentes remet en cause la thèse du « transitoire » et suggère que la fête pourrait se terminer plus vite que prévu.

Ce bras de fer entre la thèse d'une inflation transitoire et celle d'une inflation plus tenace dominera le débat sur l'investissement l'année prochaine et le paysage des placements dépendra largement de la

politique monétaire américaine. Les marchés parient déjà que la Fed, si elle veut maîtriser l'inflation, sera contrainte de durcir sa politique plus tôt que ne le suggère la communication actuelle. Nous pensons que la résolution des problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement jusqu'en 2022 et un recul des coûts énergétiques après l'hiver contribueront à atténuer les pressions sur les prix, mais que la décision de la Fed dépendra en fin de compte de l'évolution du marché du travail. Le taux de participation de la population active restant bien en deçà des niveaux d'avant la crise, la question est de savoir si davantage de travailleurs vont affluer sur le marché du travail ou si un grand nombre de nouvelles recrues potentielles resteront sur la touche.

Le fait est également que si les banques centrales restent trop longtemps en retrait, cela favorisera des gains à court terme pour les actions, mais le contrecoup pour ces dernières pourrait être d'autant plus marqué une fois que le resserrement sera bel et bien entamé.

Tout en reconnaissant la probabilité d'un regain de volatilité en 2022, nous abordons la nouvelle année avec une surpondération des actions, qui restent soutenues par une croissance et des bénéfices solides : ce n'est pas parce que le rythme de croissance des bénéfices a probablement atteint son plafond que les bénéfices eux-mêmes ne peuvent pas aller plus haut. Les investisseurs en actions devraient à nouveau profiter de performances robustes en 2022, mais peut-être pas aussi spectaculaires qu'en 2021.

Afin de préserver nos portefeuilles de la volatilité et des rotations cycliques, nous avons adopté une approche plus prudente en ce qui concerne notre allocation sectorielle, en nous positionnant à la fois sur des valeurs cycliques, qui prospèrent traditionnellement dans un environnement inflationniste, et sur des valeurs défensives. Sur le plan régional, nous privilégions les États-Unis, où la dynamique macroéconomique est sans aucun doute la plus vigoureuse et qui sont également attrayants dans une perspective de fuite vers la sécurité, tout en conservant une exposition à l'Europe pour ses caractéristiques analogues à celles des valeurs de rendement, qui font qu'elle tend à bien se comporter dans un environnement de pressions inflationnistes et de taux d'intérêt croissants. En revanche, dans le courant de l'année 2022, si les pressions sur les prix commencent bel et bien à s'atténuer, il est probable que les styles d'investissement axés sur la croissance et la qualité prennent à nouveau l'ascendant.

Pour les investisseurs qui comptent sur leurs portefeuilles pour obtenir des revenus, l'environnement sera plus complexe que jamais, avec une lente tendance haussière des rendements à long terme. Nous privilégions les obligations d'entreprises investment grade, même si le marché intègre un scénario idéal. Les rendements excédentaires seront dès lors à rechercher du côté du portage et de la sélectivité dans des secteurs davantage de niche. Le segment du haut rendement présente également quelques opportunités, mais nous conseillons à nos clients de rester mesurés en termes de risque de crédit. Les titres notés BB sont particulièrement intéressants, car un grand nombre d'entreprises devraient rejoindre l'univers « investment grade ». Ces « étoiles montantes » profitent généralement d'un resserrement des spreads lorsqu'elles changent de statut.

En bref, 2022 sera une année de croissance modérée, ce qui signifie que les actions, bien que soutenues, n'enchaîneront pas les nouveaux plus hauts aussi aisément qu'en 2021. Dans une optique à plus long

terme, la transition vers une trajectoire de croissance plus durable n'est pas nécessairement une mauvaise chose si l'on se souvient que les années folles ont préparé le terrain pour la Grande Dépression.

Grille d'allocation d'actifs

(au 22/11/2021)

| Allocation générale | | | Actions | | | Obligations | | |
|---------------------|---|---|---------------------------------|---|---|--|---|---|
| - | N | + | - | N | + | - | N | + |
| Actions | | ● | États-Unis | | ● | Obligations d'État - Marchés développés | ● | |
| Obligations | ● | | Zone euro | | ● | Dette émergente | ● | |
| Or | ● | | Chine | ● | | Obligations d'entreprises (IG) | | ● |
| Pétrole | | ● | Japon | ● | | Obligations d'entreprises (HR) | | ● |
| USD | ● | | Marchés émergents hors Chine | ● | | | | |

Contributeurs

Fredrik Skoglund – Group Chief Investment Officer

Jade Bajai – Investment Writer

Olivier Goemans – Advisory and ESG Coordination

Lars Mogeltoft – Head of Equity Strategy

Lieven De Witte – Head of Fixed Income Strategy

Ilias Abou Haidar – Macro Strategy

Arman Arshakyan – TMT Research Analyst

Carrie Zhu – Head of Products and Investment Consultancy

Dalin Yu - Investment Director

Annexe

1.1 Dates importantes

| Événement | Date |
|--|-----------------|
| Élection présidentielle en Italie Le président sortant, Sergio Mattarella, qui a le droit de briguer un nouveau mandat, a refusé de le faire | Janvier 2022 |
| Expiration du mandat de membre du Conseil d'administration de la Fed de Richard Clarida, vice-président de la Fed | 31 janvier 2022 |
| Détermination des candidats à la présidence par la Convention fédérale allemande | 13 février 2022 |
| Élection présidentielle en Corée du Sud Le président sortant Moon Jae-in est inéligible à un second mandat | 9 mars 2022 |
| Élection du chef de l'exécutif à Hong Kong Carrie Lam terminera son mandat actuel le 30 juin 2022 et sera éligible à un second mandat | 27 mars 2022 |
| Élection présidentielle en France Si aucun candidat n'obtient la majorité absolue au premier tour, un second tour sera organisé. Le président sortant Emmanuel Macron est éligible à un second mandat | 10 avril 2022 |
| Élection présidentielle en Colombie Le président sortant Iván Duque Márquez est inéligible à un second mandat | 29 mai 2022 |
| Élection du Conseil de sécurité des Nations Unies concernant cinq sièges au Conseil de sécurité des Nations Unies, pour des mandats de deux ans débutant le 1 ^{er} janvier 2023 | Juin 2022 |
| Élection présidentielle en Inde | Juillet 2022 |
| Présidence, Chambre des députés et Sénat au Brésil | 2 octobre 2022 |
| La totalité des 435 sièges de la Chambre des Représentants des États-Unis | 8 novembre 2022 |
| 34 des 100 sièges du Sénat des États-Unis | 8 novembre 2022 |
| Élection présidentielle en Autriche | Automne 2022 |
| Élection présidentielle en Hongrie | 2022 |

1.2 Réunions des banques centrales

| Réunion de banque centrale | Date |
|---|------------------|
| FOMC aux États-Unis | 25-26 janvier |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 3 février |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 10 mars |
| FOMC aux États-Unis | 15-16 mars* |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 14 avril |
| FOMC aux États-Unis | 3-4 mai |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 9 juin |
| FOMC aux États-Unis | 14-15 juin* |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 21 juillet |
| FOMC aux États-Unis | 26-27 juillet |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 8 septembre |
| FOMC aux États-Unis | 20-21 septembre* |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 27 octobre |
| FOMC aux États-Unis | 1-2 novembre |
| FOMC aux États-Unis | 13-14 décembre* |
| Comité de politique monétaire de la BCE | 15 décembre |

* La synthèse des projections économiques sera divulguée à cette occasion

3.0 Composition du panier de l'inflation

Zone euro

| | Oct. 2021 | Sept. 2021 | Aug. 2021 | July 2021 | June 2021 | May 2021 |
|--------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Flash Estimate | 4.1% | 3.4% | 3.0% | 2.2% | 1.9% | 2.0% |
| Final HICP | n/a | 3.4% | 3.0% | 2.2% | 1.9% | 2.0% |
| CPI ex energy | 2.0% | 1.9% | 1.7% | 0.9% | 0.8% | 0.9% |
| Core CPI (*) | 2.1% | 1.9% | 1.6% | 0.7% | 0.9% | 1.0% |
| Food, Alcohol, tobacco | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 1.6% | 0.5% | 0.5% |
| Energy | 23.5% | 17.6% | 15.4% | 14.3% | 12.6% | 13.1% |
| Non-energy indust. goods | 2.0% | 2.1% | 2.6% | 0.7% | 1.2% | 0.7% |
| Services | 2.1% | 1.7% | 1.1% | 0.9% | 0.7% | 1.1% |

(*) core rate excludes energy, food, alcohol and tobacco

États-Unis

| | Weight | Oct. 2021 | Sept. 2021 | Aug. 2021 | Oct. NSA YOY% |
|------------------------------|--------|--------------|---------------|--------------|---------------------|
| All items | 100.0% | 0.9% | 0.4% | 0.3% | 6.2% |
| Food | 14.0% | 0.9% | 0.9% | 0.4% | 5.3% |
| Food at home | 7.7% | 1.0% | 1.2% | 0.4% | 5.4% |
| Cereals & bakery products | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 0.0% | 3.5% |
| Meats, poultry, eggs | 1.8% | 1.7% | 2.2% | 0.7% | 11.9% |
| Dairy and related products | 0.8% | 0.2% | 0.7% | -1.0% | 1.8% |
| Fruits and vegetables | 1.3% | 0.1% | 0.6% | 0.2% | 3.0% |
| Nonalcoholic beverages | 0.9% | 0.8% | 1.2% | 1.0% | 4.5% |
| Other food at home | 1.9% | 1.2% | 1.1% | 0.6% | 4.1% |
| Food away from home | 6.3% | 0.8% | 0.5% | 0.4% | 5.3% |
| Energy | 7.3% | 4.8% | 1.3% | 2.0% | 30.0% |
| Energy commodities | 4.1% | 6.2% | 1.3% | 2.7% | 49.5% |
| Fuel oil | 0.1% | 12.3% | 3.9% | -2.1% | 59.1% |
| Motor fuel | 3.9% | 6.1% | 1.2% | 2.8% | 49.6% |
| Gasoline (all types) | 3.8% | 6.1% | 1.2% | 2.8% | 49.6% |
| Energy services | 3.2% | 3.0% | 1.2% | 1.1% | 11.2% |
| Electricity | 2.5% | 1.8% | 0.8% | 1.0% | 6.5% |
| Utility gas service | 0.8% | 6.6% | 2.7% | 1.6% | 28.1% |
| All items less food & energy | 78.7% | 0.6% | 0.2% | 0.1% | 4.6% |
| Commodities ex food & energy | 20.7% | 1.0% | 0.2% | 0.3% | 8.4% |
| Apparel | 2.7% | 0.0% | -1.1% | 0.4% | 4.3% |
| New vehicles | 3.8% | 1.4% | 1.3% | 1.2% | 9.8% |
| Used cars and trucks | 3.3% | 2.5% | -0.7% | -1.5% | 26.4% |
| Medical care commodities | 1.5% | 0.6% | 0.3% | -0.2% | -0.4% |
| Alcoholic beverages | 1.0% | -0.2% | 0.2% | 0.3% | 2.2% |
| Tobacco & smoking products | 0.6% | 1.9% | 0.7% | 0.1% | 8.5% |
| Services ex energy | 58.0% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | 3.2% |
| Shelter | 32.6% | 0.5% | 0.4% | 0.2% | 3.5% |
| Rent of primary residence | 7.6% | 0.4% | 0.5% | 0.3% | 2.7% |
| OER Residences | 23.6% | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 3.1% |
| Medical care services | 7.0% | 0.5% | -0.1% | 0.3% | 1.7% |
| Physicians' services | 1.8% | 0.0% | -0.3% | 0.0% | 3.9% |
| Hospital services | 2.2% | 0.5% | 0.1% | 0.9% | 4.0% |
| Transportation services | 5.0% | 0.4% | -0.5% | -2.3% | 4.5% |
| Motor vehicle maintenance | 1.1% | 1.5% | 0.0% | 0.8% | 5.4% |
| Motor vehicle insurance | 1.6% | 0.0% | 2.1% | -2.8% | 6.3% |
| Airline fare | 0.6% | -0.7% | -6.4% | -9.1% | -4.6% |

Références

i Perspectives économiques de l'OCDE, mai 2021 :

https://books.google.be/books?id=mFwzEAAAQBAJ&pg=PA113&lpg=PA113&dq=lifting+of+containment+measures+and+the+concomitant+fall+in+households+saving&source=bl&ots=XCxI2xoyQv&sig=ACfU3U2t7t1vqxyswhwwlX4pM-sRlev74g&hl=en&sa=X&ved=2ahUKEwjg_Pn_vzAhUbgf0HHdYzDZwO6AF6BAgCEAM#v=onepage&q=concomitant&f=false

ii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers>

iii <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-17/-2-7-trillion-in-crisis-savings-stay-hoarded-by-wary-consumers?srnd=premium&sref=eDGWeidQ>

iv Perspectives de l'économie mondiale du FMI, octobre 2021 :

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

v <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/06/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal/>

vi <https://rules.house.gov/bill/117/hr-5376>

vii <https://www.reuters.com/world/us/bidens-sweeping-infrastructure-social-spending-bills-finally-get-vote-2021-11-05/>

viii <https://www.usdebtclock.org/>

ix PEPP : une mesure de politique monétaire non conventionnelle instaurée en mars 2020 par la BCE dans le but de contrer les risques graves posés par la pandémie de coronavirus. Il s'agit essentiellement d'une enveloppe de 1.850 milliards d'euros destinée à l'achat de titres des secteurs privé et public.

x <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/blog/the-big-picture-2022-metals-and-mining-industry-outlook>

xi May, M. « After COVID-19 successes, researchers push to develop mRNA vaccines for other diseases ». *Nat Med* **27**, 930–932 (2021). <https://doi.org/10.1038/s41591-021-01393-8>

xii <https://www.statista.com/statistics/748207/breakeven-prices-for-us-oil-producers-by-oilfield/>

NOTICE LÉGALE Toutes les données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document (le « Document ») ; (les « Données » ou les « Données financières et/ou informations économiques ») sont fournies uniquement à titre d'information et ne font l'objet d'aucune garantie, y compris, mais sans s'y limiter, les garanties de valeur marchande, l'adéquation à un usage particulier ou les garanties et clauses de non-violation de brevets, de propriété intellectuelle ou de droits de propriété d'un tiers, et elles ne sont pas fournies à des fins de négociation. Banque Internationale à Luxembourg SA (la « Banque ») ne donne aucune garantie implicite ou explicite quant à la séquence, l'exactitude, l'adéquation, la légalité, l'exhaustivité, la fiabilité, l'utilité ou l'actualité des Données. Toutes les Données financières et/ou informations économiques fournies peuvent être différées ou contenir des erreurs ou des omissions. La présente notice légale s'applique à la fois aux utilisations individuelles et collectives des Données. Toutes les Données sont fournies en l'état. Aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue une sollicitation, une offre, une opinion ou une recommandation, une garantie de résultat ni une sollicitation par la Banque à l'égard de la vente ou de l'achat des titres, produits et services qui y sont mentionnés ou encore une invitation à procéder à une quelconque forme d'investissement. Par ailleurs, aucune Donnée financière et/ou information économique contenue dans ce Document ne constitue un conseil ou un service juridique, fiscal, comptable, financier ou d'investissement concernant la rentabilité ou la pertinence d'un quelconque titre ou investissement. Ce Document n'a nullement pour objectif de prendre en considération les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins spécifiques d'un investisseur donné. Il revient à l'investisseur de juger de la pertinence des Données contenues dans ce Document en fonction de sa situation financière ainsi que de ses besoins et objectifs personnels et de se faire conseiller par un professionnel indépendant avant de prendre une quelconque décision d'investissement sur la base des Données. Aucune décision d'investissement ne doit être prise uniquement sur la base de la lecture de ce document. Afin de lire et comprendre les Données financières et/ou informations économiques figurant dans ce document, vous devez posséder des connaissances et une expérience des marchés financiers. Dans le cas contraire, veuillez contacter votre responsable de relation. Ce Document est préparé par la Banque sur la base de données accessibles au public et d'informations provenant de sources qu'elle estime fiables et précises, obtenues auprès de bourses de valeurs et de tiers. La Banque, en ce compris ses entités mères, filiales ou entités affiliées et ses agents, administrateurs, employés, représentants ou fournisseurs, ne pourra en aucun cas être tenue pour responsable, de manière directe ou indirecte d'une quelconque : inexactitude, erreur ou omission dans les Données financières et/ou informations économiques, y compris, sans s'y limiter, les données financières quel qu'en soit le motif ou pour toute prise de décision d'investissement, mesure prise ou non, qu'elle qu'en soit la nature, en s'appuyant sur les Données figurant dans les présentes, ni d'une quelconque perte ou d'un quelconque dommage (direct ou indirect, particulier ou consécutif) découlant de l'utilisation de ce Document ou de son contenu. Ce Document n'est valide qu'au moment de sa rédaction, sauf indication contraire. Toutes les Données financières et/ou informations économiques contenues dans les présentes peuvent également devenir rapidement obsolètes. Toutes les Données sont sujettes à modification sans notification préalable et peuvent ne pas être intégrées à une version ultérieure de ce Document. La Banque n'est pas tenue de mettre à jour ce Document en fonction de la disponibilité de nouvelles données, de la survenue de nouveaux événements et/ou d'autres évolutions. Avant de prendre une quelconque décision d'investissement, l'investisseur doit lire attentivement les modalités décrites dans la documentation afférente aux produits ou services spécifiques. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les produits ou services décrits dans ce Document peuvent ne pas être disponibles dans tous les pays et être réservés à certaines personnes ou soumis à des restrictions dans certains pays. Aucune partie de ce Document ne peut être

Banque Internationale à Luxembourg SA
69 route d'Esch, L-2953 Luxembourg
RCS Luxembourg B-6307
Tél. (+352) 4590-1 • Fax (+352) 4590-2010
contact@bil.com • www.bil.com