



Counterpoint Weekly 17–23 janvier 2022

Franchissement du sommet

Daniele Antonucci

Chief Economist
& Macro Strategist

Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist

Carolina Moura-Alves

Group Head of Asset
Allocation

Tom Kremer

Senior Macro Strategist

Philip Odum

Macro Strategist

Bill Street

Group Chief
Investment Officer

Même s'il est probable que la croissance économique et les mesures de relance seront moins favorables cette année, l'inflation et les conséquences du virus devraient elles aussi être moins dommageables. Nous surpondérons tactiquement les actions américaines et un ensemble d'expositions au crédit.

Ce qu'il faut savoir

- Dans notre [Counterpoint 2022](#), nous indiquons que deux moteurs de marché favorables, à savoir la croissance économique et les mesures de soutien des pouvoirs publics, devraient atteindre leur apogée et devenir moins porteurs cette année. Toutefois, deux moteurs de marché défavorables, à savoir le niveau élevé de l'inflation et l'impact du Covid-19, devraient eux aussi culminer et devenir moins pénalisants. Le contexte macroéconomique favorise la hausse des cours boursiers et des rendements obligataires.
- Nous maintenons notre surpondération tactique des actions américaines. Le solide redressement du marché observé en 2021 est derrière nous et la croissance des bénéfices des entreprises a probablement atteint son apogée. Mais le cycle n'est pas terminé et les bénéfices devraient rester conséquents. La situation financière des consommateurs américains est bonne, et le pouvoir de fixation des prix est particulièrement marqué chez les grandes entreprises technologiques américaines qui peuvent ainsi conserver des marges bénéficiaires élevées.
- Bien que nous pensions que les taux d'intérêt mondiaux devraient continuer de s'éloigner de leurs niveaux planchers cette année, il n'est toujours pas facile de trouver des rendements attrayants parmi les obligations. Nous privilégions par conséquent le portage dans des segments qui, selon nous, offrent une bonne rémunération en contrepartie de leur risque de crédit. Les rendements les plus élevés proviennent actuellement des obligations souveraines des marchés émergents et des obligations asiatiques à haut rendement, que nous surpondérons par rapport aux obligations moins rémunératrices.

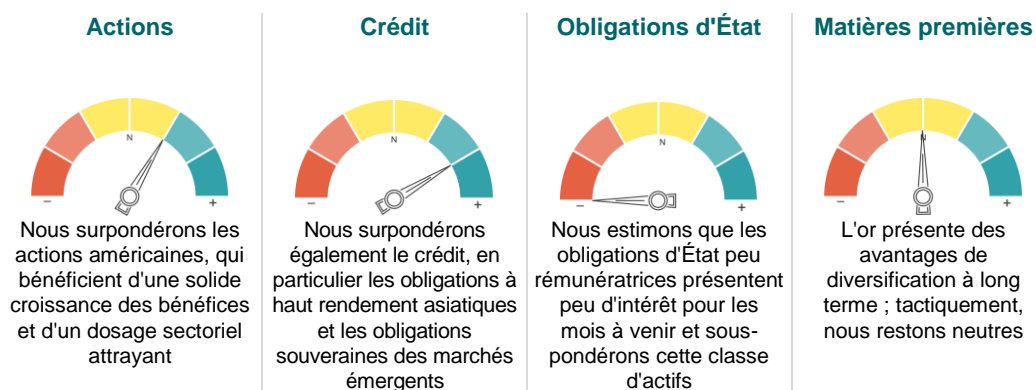
Nous commençons l'année en conservant notre allocation d'actifs tactique axée sur la prise de risque, laquelle surpondère les actions américaines ainsi que les obligations souveraines des marchés émergents et les obligations asiatiques à haut rendement par rapport aux obligations souveraines et Investment Grade peu rémunératrices (figure 1). Bien que la phase de reprise initiale du cycle, marquée par la performance exceptionnelle des actions, soit derrière nous, nous pensons que le cycle n'est pas encore arrivé à son terme. Les actions devraient encore surperformer les obligations durant cette phase, et le marché américain offre une dynamique de croissance intérieure remarquable ainsi qu'un cocktail attrayant constitué de valeurs cycliques, défensives et technologiques. Nous continuons également de privilégier les obligations libellées en USD par rapport à leurs homologues en EUR en raison de leur avantage en termes de rendement (même après couverture du risque de change). En outre, les obligations en USD ont tendance à mieux conserver leur valeur lors des périodes de volatilité sur les marchés.

Contrairement à d'autres marchés du crédit, les obligations asiatiques à haut rendement ont été sous pression en 2021, avec un creusement significatif des spreads, et elles ont également mal démarré la nouvelle année. Les investisseurs ont intégré le risque d'une vague de cessations de paiement dans le secteur de l'immobilier chinois, qui impliquerait la faillite de plus d'un tiers des entreprises. Une telle issue nous semble trop alarmante compte tenu des risques systémiques qu'elle ferait peser sur l'économie chinoise. Confirmant notre point de vue selon lequel les responsables politiques ne pourraient qu'amortir ce ralentissement inévitable, les autorités chinoises ont allégé certaines restrictions et la banque centrale a assoupli sa politique. Nous sommes conscients des risques qui nous attendent dans les mois à venir, mais nous continuons de penser que la classe d'actifs offre des perspectives attrayantes en termes de rendement/risque pour les 12 prochains mois en raison de son portage élevé et de notre attente d'un resserrement des spreads.

Les banques centrales devraient être occupées en 2022

Figure 1 : Notre allocation d'actifs tactique surpondère les actions et un ensemble d'expositions au crédit

Nous surpondérons les actions américaines ainsi que les obligations souveraines des marchés émergents et les obligations asiatiques à haut rendement, nous sous-pondérons les obligations d'État et nous restons neutres vis-à-vis des matières premières



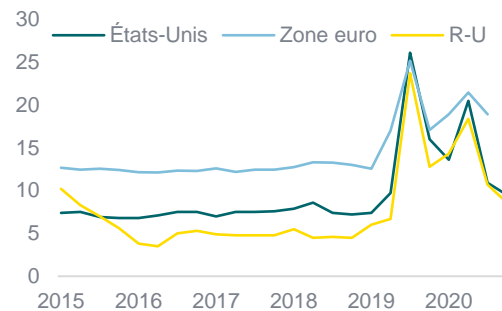
Source : Quintet ; Remarque : N = Pondération neutre de la classe d'actifs au sein de l'AAS.

Deux facteurs macroéconomiques favorables arrivent à leur apogée : la croissance et les mesures de relance

Nous pensons que la croissance économique et celle des bénéfices sont en train de dépasser leurs points culminants. Il est peu probable qu'elles ralentissent fortement pour l'heure, dans la mesure où les politiques de relance passées continuent de produire leurs effets et où, une fois le variant Omicron disparu, les économies devraient redémarrer de manière plus soutenue. Mais l'épargne constituée pendant les confinements en raison des possibilités d'achat de services limitées et de la distribution de chèques d'urgence est aujourd'hui en partie dépensée (figure 2). Le pouvoir d'achat des consommateurs devrait donc être moins élevé. La politique budgétaire américaine risque de nuire à la croissance du PIB à l'avenir (figure 3). Ceci est dû en grande partie à une baisse des transferts fédéraux résultant de la fin de la prolongation des prestations d'assurance chômage et de la distribution de chèques de remise d'impôt, ainsi qu'à une réduction des achats fédéraux hors défense après l'expiration du programme de prêts destiné à aider les petites entreprises à continuer de payer leurs salariés.

Figure 2 : Épargne des ménages (% du revenu disponible)

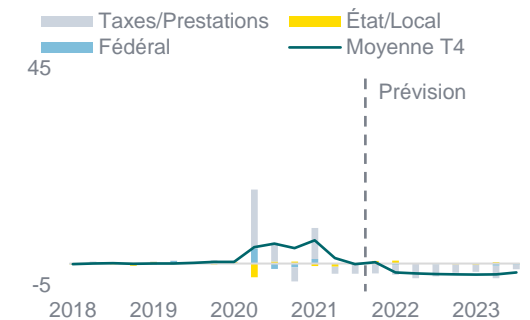
La demande refoulée devrait ralentir à mesure que l'épargne est dépensée



Source : Quintet, US Bureau of Economic Analysis, Eurostat, UK Office for National Statistics, Bloomberg

Figure 3 : Impact budgétaire américain sur le PIB réel (ppt à un taux annuel)

La fin des prestations devrait peser sur la croissance économique

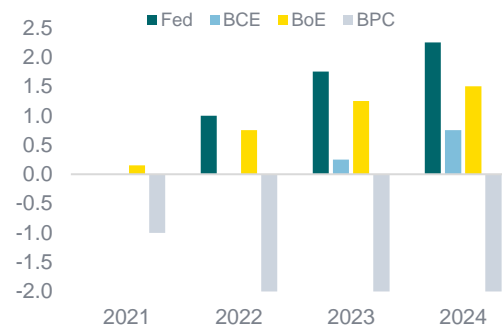


Source : Quintet, Brookings | Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy

Les banques centrales devraient être occupées en 2022 (figures 4 et 5). La Fed (en avril) et la Banque d'Angleterre (ce mois-ci) devraient mettre un terme à leurs achats nets d'actifs et relever les taux de leurs niveaux planchers records. Cette année, la Fed devrait procéder à trois ou quatre hausses pour un total de 75 à 100 pb, et continuer à augmenter à un rythme similaire l'an prochain. La Banque d'Angleterre, qui a déjà relevé ses taux en décembre 2021, devrait les augmenter deux ou trois fois en 2022 pour un total de 50 à 75 pb, puis poursuivre en 2023. Il faudra probablement 18 mois aux États-Unis et environ 6 mois au Royaume-Uni pour relever le taux directeur aux niveaux antérieurs au Covid, lesquels étaient déjà peu élevés. Les deux banques centrales devraient également commencer à réduire leurs bilans. Il est peu probable que la BCE mette un terme à ses achats nets d'actifs ou relève ses taux en 2022. La Banque populaire de Chine baisse ses taux et assouplit les conditions de financement.

Figure 4 : Évolution cumulée des taux directeurs

La Fed et la Banque d'Angleterre devraient relever leurs taux, la BCE les maintenir et la Chine les réduire encore davantage



Source : Quintet, banques centrales, Bloomberg

Figure 5 : Cycles de hausses des taux de la Fed

La Fed devrait relever ses taux jusqu'à un niveau final relativement bas cette fois-ci

Recession trough	Hiking cycle			
	Lift-off (months from trough)	Duration (months)	Terminal rate bps	Terminal rate
Nov 82	5	17	325	11.75%
Mar 91	35	13	300	6.50%
Nov 01	31	25	425	5.25%
Jun 09	78	37	225	2.50%
May 20	22	33	225	2.50%

Source : Quintet, Réserve fédérale

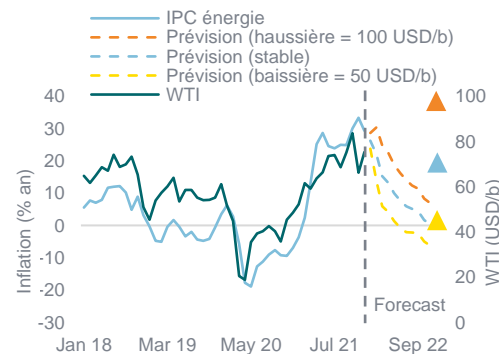
Le pic d'inflation s'est montré plus durable que prévu, mais il n'en reste pas moins un pic pour nous

Pic plus tardif pour deux facteurs macroéconomiques négatifs : l'inflation et l'impact du virus

Le pic d'inflation s'est montré plus durable que prévu, mais il n'en reste pas moins un pic pour nous. Il devrait s'atténuer cette année avec le ralentissement de l'inflation énergétique (figure 6). Les prix du pétrole sont passés d'un niveau plancher de 20 dollars le baril à plus de 75 dollars fin 2021, faisant grimper l'inflation énergétique américaine à plus de 30 % en glissement annuel. Même si le cours du baril devait atteindre les 100 dollars, le taux d'inflation énergétique tomberait à 6 % en décembre. Si les prix du pétrole se stabilisent autour des niveaux actuels, ils devraient selon nous se rapprocher de zéro. Une accélération de la croissance des salaires a également été observée, sous l'impulsion des secteurs à faibles salaires les plus touchés par la pandémie (figure 7). Mais la poursuite de cette hausse des salaires devrait être freinée par le retour progressif des travailleurs. Le ralentissement de la croissance économique et le resserrement des politiques devraient également jouer un rôle.

Figure 6 : Inflation énergétique et prix du pétrole aux États-Unis

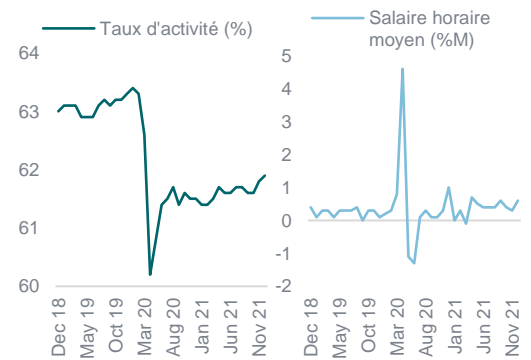
La plupart des scénarios relatifs au pétrole indique un ralentissement de l'inflation énergétique (Δ = objectif de cours du pétrole)



Source : Quintet, Bloomberg

Figure 7 : Salaire horaire moyen et taux d'activité aux États-Unis

La croissance des salaires devrait s'atténuer avec le retour des demandeurs d'emploi



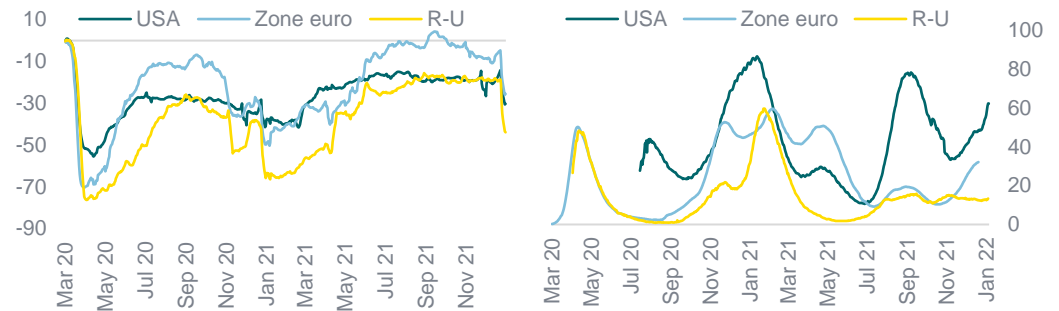
Source : Quintet, US Bureau of Labor Statistics

L'impact du Covid-19 (figure 8) est un autre exemple de facteur négatif devenant moins négatif. Les récents variants du virus, bien que plus contagieux, semblent moins virulents et engendrent moins de perturbations de l'activité économique. En raison d'Omicron, la mobilité chute à nouveau. Toutefois, les données montrent également que l'impact de chaque nouvelle vague est de moins en moins marqué. Le taux d'occupation des unités de soins intensifs a certes augmenté aux États-Unis et dans la zone euro, mais cela reste en partie dû à une présence plus importante du variant Delta. Au Royaume-Uni, où le variant Omicron domine depuis plus longtemps, le nombre de cas graves est loin des sommets antérieurs. La diminution des problèmes liés aux virus devrait permettre de rétablir les chaînes d'approvisionnement, notamment sur les marchés émergents, où les taux de vaccination, bien qu'encore faibles, progressent. Cela devrait également contribuer à atténuer le pic d'inflation.

La bonne santé financière des consommateurs, en particulier aux États-Unis, devrait se traduire par une poursuite des dépenses à mesure que le Covid reculera ou que nous apprendrons à vivre avec

Figure 8 : Taux de mobilité et d'hospitalisation

L'impact du Covid-19 sur la capacité des populations à se déplacer (indice de mobilité Google, à gauche) et sur les systèmes de santé (nombre d'hospitalisations en unités de soins intensifs par million, à droite) semble désormais moins prononcé



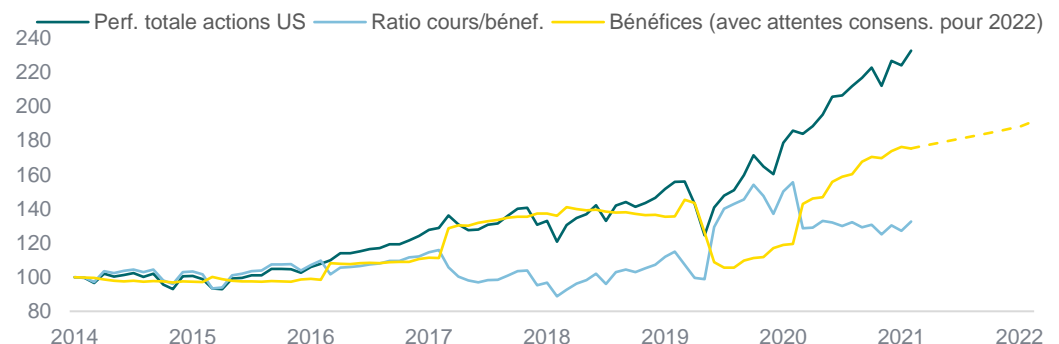
Source : Quintet, Google, Our World in Data

Les actions américaines toujours en tête

Alors que l'économie mondiale a franchi son pic de croissance, les bénéfices des entreprises évoluent dans le même sens. Mais le cycle des actions n'est pas terminé. Les conditions restent globalement favorables, même si la reprise spectaculaire qui a marqué 2021 est désormais derrière nous. La bonne santé financière des consommateurs, en particulier aux États-Unis, devrait se traduire par une poursuite des dépenses à mesure que le Covid reculera ou que nous apprendrons à vivre avec. Parallèlement, de nombreuses entreprises ont montré l'an passé qu'elles pouvaient conserver de fortes marges bénéficiaires même en présence d'une inflation élevée. Le pouvoir de fixation des prix des grandes entreprises technologiques américaines est considérable. C'est pourquoi la croissance des bénéfices devrait rester solide en 2022 (figure 9). En moyenne, les analystes tablent sur un taux de croissance d'environ 10 % pour l'année, soit un peu plus que la moyenne sur 30 ans. Sur la même période, les actions américaines ont affiché une performance annuelle de 11 %.

Figure 9 : Performance des actions américaines, ratio cours/bénéfices et bénéfices (prévisions consensuelles pour 2022)

La hausse des bénéfices devrait favoriser un rebond (plus modéré) des actions



Source : Quintet, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

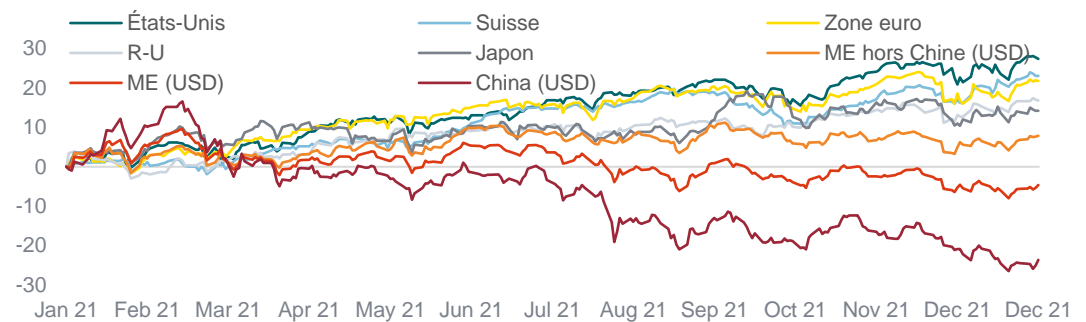
Au nombre des risques qui pèsent sur nos prévisions optimistes figure l'aggravation de la pandémie, laquelle pourrait entraîner des périodes de confinement à grande échelle et, de ce fait, freiner l'activité économique. Nous pensons toutefois qu'en cas de ralentissement significatif de la croissance, les mesures de relance budgétaire et monétaire seront probablement renforcées, apportant un certain soutien aux prix des actifs. Notre scénario de base prévoit un recul du soutien des pouvoirs publics cette année. Mais les investisseurs ont déjà intégré dans les cours trois à

Certains pays émergents sont confrontés à de graves difficultés

quatre hausses de taux de la Fed en 2022, de sorte que seul un scénario encore plus agressif devrait nuire aux actions. Globalement, nous pensons que les actions américaines continueront à surperformer les obligations, bien qu'à un rythme plus lent que l'an passé, et nous maintenons notre surpondération tactique. Avec une performance totale de 26 %, les États-Unis ont laissé derrière eux toutes les autres régions en 2021 et nous pensons que leurs atouts les placent également en excellente position en ce début d'année (figure 10).

Figure 10 : Performances totales des marchés actions régionaux (% en devise locale sauf indication contraire)

Les actions américaines ont dominé en 2021 et, selon nous, domineront également en 2022



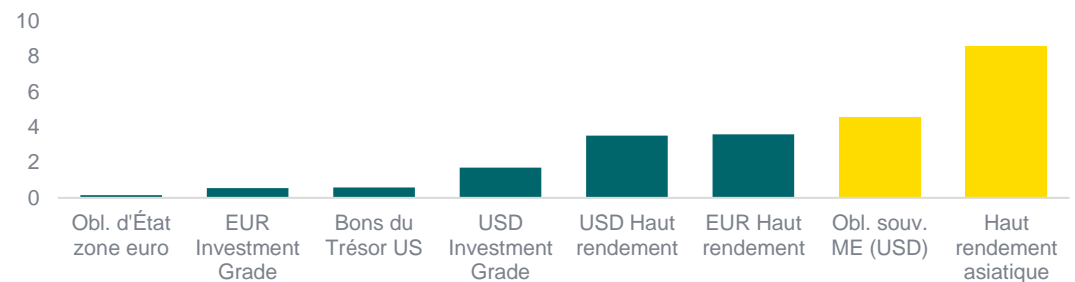
Source : Quintet, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Le portage est primordial, même si les rendements quittent leurs niveaux planchers

Bien que les taux d'intérêt mondiaux devraient continuer de s'éloigner de leurs niveaux planchers cette année, il n'est toujours pas facile de trouver des rendements attrayants parmi les obligations (figure 11). Nous privilégions par conséquent le portage dans des segments qui offrent une bonne rémunération en contrepartie de leur risque de crédit. Les rendements les plus élevés proviennent actuellement des obligations souveraines des marchés émergents et des obligations asiatiques à haut rendement, que nous surpondérons par rapport aux obligations moins rémunératrices. Certains pays émergents sont confrontés à de graves difficultés. La Turquie traverse une profonde crise monétaire, tandis que de nombreux pays africains souffrent de la pandémie et continuent d'afficher de faibles taux de vaccination. Les obligations des marchés émergents ont néanmoins assez bien résisté aux turbulences qui ont secoué 2021, affichant des performances à peu près comparables à celles des bons du Trésor américain. En 2022, les spreads devraient continuer d'évoluer dans un couloir étroit et le portage (4,5 % en EUR) actuellement devrait être l'un des principaux moteurs de performance.

Figure 11 : Taux de rendement le moins favorable des différents segments obligataires (couvert en EUR)

La quête de rendement se poursuit



Source : Quintet, Bloomberg

Les obligations asiatiques à haut rendement ont enregistré leurs plus mauvais résultats depuis dix ans en 2021, principalement en raison du durcissement de la réglementation qui a lourdement pesé

sur les promoteurs immobiliers chinois (figure 12). Conséquence de cette correction, les valorisations actuelles sont attrayantes, avec un rendement moyen de 10 % (en EUR). Les risques sont, selon nous, correctement pris en compte et des signes timides de stabilisation apparaissent. Les autorités chinoises ont pris des mesures pour assouplir les conditions de financement, du moins pour les sociétés immobilières solvables, et semblent adopter une position plus conciliante à l'égard du secteur ces derniers temps. Certains défauts de paiement notables se sont concrétisés fin 2021 (par ex. Evergrande et Kaisa), ce qui a finalement permis aux investisseurs de reprendre confiance dans les entreprises restantes (plus solides) et a ouvert la voie à un resserrement des spreads. Nous continuons d'anticiper un nombre élevé de défauts de paiement en 2022, mais les performances de la classe d'actifs devraient se redresser après la correction observée en 2021.

Figure 12 : Indice de rendement total des obligations asiatiques à haut rendement

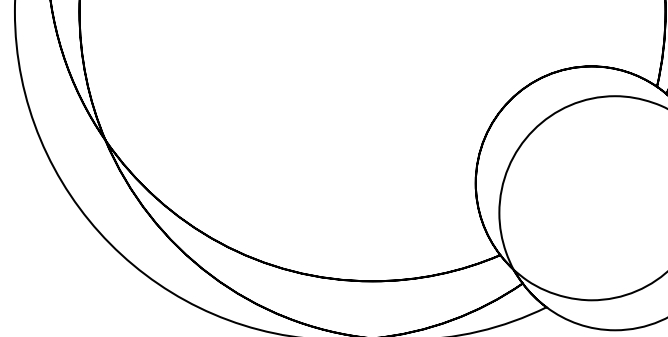
Les obligations asiatiques à haut rendement se sont redressées après avoir traversé des périodes difficiles



Source : Quintet, Bloomberg ; Remarque : les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Perspectives

Vous trouverez de plus amples informations concernant nos points de vue pour l'année à venir dans [Counterpoint 2022](#). Nos spécialistes de l'investissement y exposent leur point de vue sur les marchés financiers et les placements, ainsi que sur les thèmes qui, selon nous, seront les moteurs de l'économie de demain, qu'il s'agisse des enjeux de durabilité, de la lutte pour atténuer le changement climatique ou encore de la poursuite de la numérisation de nombreux aspects de la vie quotidienne.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Quintet Danmark (Danemark) et Quintet Luxembourg (Luxembourg). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 17 janvier 2022 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Tous droits réservés.