

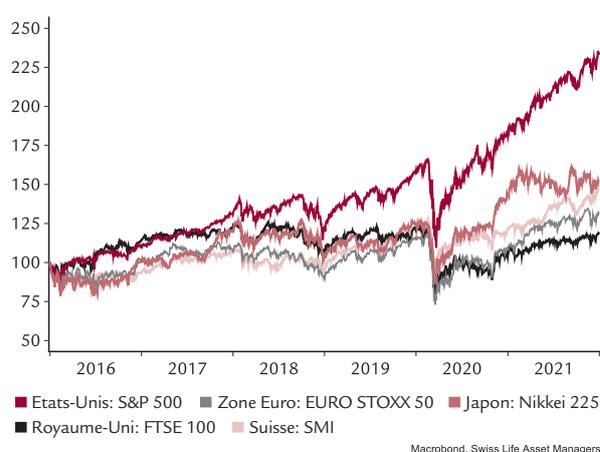
## Contexte économique

Au second semestre 2021, l'économie mondiale a poursuivi son redressement. Il est devenu de plus en plus évident qu'il aurait lieu à un rythme asynchrone. Dans les pays industrialisés riches, où des politiques monétaires et budgétaires généreuses ont permis de contrer les dangers économiques de la pandémie, la conjoncture s'est redressée bien plus vite que dans les pays émergents. Aux Etats-Unis et en Suisse, le produit intérieur brut a retrouvé son niveau d'avant crise dès le milieu de l'année, tandis qu'en France, ce niveau était de nouveau atteint vers la fin de l'année. L'économie allemande a été particulièrement touchée par les problèmes d'approvisionnement de l'industrie. Cette pénurie dans les secteurs des semi-conducteurs et des capacités de transport a résulté d'une forte augmentation de la demande de marchandises, qui n'a pas pu être compensée à court terme par une adaptation de l'offre. Au second semestre également, la stratégie zéro-covid a entraîné des pannes et des retards, notamment sur les sites de production asiatiques. Cette évolution s'est traduite par une hausse des prix des biens rares. Parallèlement à cette évolution, les prix des combustibles fossiles ont augmenté. Les efforts de décarbonation de l'économie ont ici joué un rôle, tout comme l'aggravation du conflit entre la Russie et l'Ukraine.

## Marchés des actions

En 2021, les actions ont profité des avancées de la vaccination et de la reprise de l'économie. Sous-performants en début d'année suite à la lenteur des vaccinations, les indices ont ensuite continuellement grimpé. Certains marchés ont connu une rotation sectorielle, les actions axées sur la valeur remplaçant celles des entreprises technologiques. Le marché américain a cédé 4,8% en septembre et a enregistré son premier mois négatif depuis janvier du fait des incertitudes sur l'évolution économique en Chine. L'apparition du variant Omicron en novembre a laissé de marbre les rendements annuels à deux chiffres de la plupart des marchés des actions.

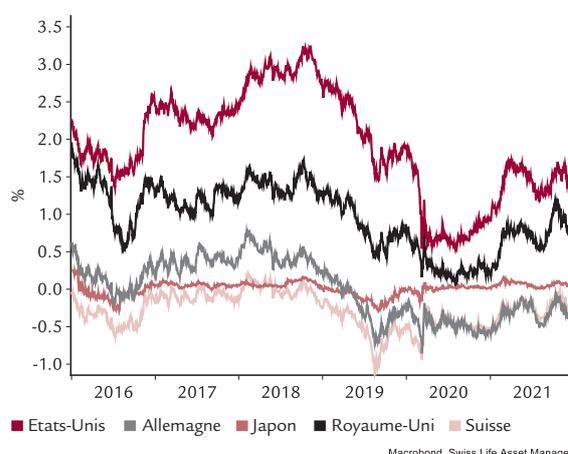
Evolution sur les marchés des actions (31.12.2015 = 100)



## Taux d'intérêt

Au second semestre 2021, les signes d'un retour des craintes inflationnistes se sont multipliés. Toutefois, les taux d'intérêt à long terme n'ont dans un premier temps que faiblement augmenté. Dans le cas de la Suisse et de l'Allemagne, les rendements des emprunts d'Etat à 10 ans en cours sont restés négatifs durant la période sous revue. En raison d'une inflation nettement plus élevée qu'en début d'année, les taux d'intérêt réels se sont davantage enfoncés encore en terrain négatif. C'est pourquoi, vers la fin de l'année, les appels à une normalisation de la politique monétaire se sont multipliés. Parmi les principales banques centrales, la Banque d'Angleterre a été la première à relever ses taux directeurs en décembre.

Rendements sur les emprunts d'Etat à 10 ans



## Devises

Au second semestre 2021, l'attente d'une normalisation de la politique monétaire dans les pays anglo-saxons a fait bouger les marchés des devises. Le dollar américain s'est apprécié par rapport à la plupart des autres devises. Autre devise importante pour les exportations suisses, l'euro s'est retrouvé sous pression en raison de l'absence de signes de normalisation de la politique monétaire par la BCE. Ainsi, le taux de change EUR/CHF s'est rapproché de la parité en décembre 2021. La lire turque, dont la dévaluation a plongé la Turquie dans le tourbillon d'une crise financière, a pris une tournure extrême.

*Le taux de change EUR/CHF se rapproche de la parité*



## Perspectives

L'inflation, plus tenace qu'initialement prévu, nous occupera encore en 2022. Elle a poussé la Fed à adopter une position plus restrictive. Nous attendons une première hausse des taux aux Etats-Unis en juin 2022. La BCE adopte elle aussi une position plus restrictive et devrait mettre un terme plus tôt à certains programmes d'achat d'obligations. Pourtant, le stimulus monétaire devrait refluer bien plus lentement qu'aux Etats-Unis. Nous ne tablons pas sur un relèvement des taux directeurs de la BCE en 2022. Après la solide performance des actions en 2021 et des taux de croissance du bénéfice de 50% et plus, le potentiel de rendement est plus faible en 2022, il devrait toutefois pouvoir approcher les 10%. Premièrement, la croissance économique restera forte et au-dessus de la moyenne historique dans la plupart des pays. Une correction reste bien sûr possible à tout moment, mais les chutes persistantes des marchés des actions ont presque toujours coïncidé avec des récessions, scénario très improbable. Deuxièmement, l'inflation devrait reculer en 2022, ce qui détournera les banques centrales d'un durcissement de la politique monétaire. Troisièmement, sur tous les grands marchés, les bénéfices des entreprises devraient croître de près de 10%. Si les évaluations devaient rester à leur niveau actuel, cela représenterait un rendement du marché des actions de 5 à 10% en 2022. Le relâchement des mesures de soutien des politiques monétaire et budgétaire réduit le soutien dont jouissait l'économie mondiale. Nous tablons sur une croissance de seulement 2,4% en 2022 et de 1,2% en 2023.