



Sandro Merino
Chief investment officer
Banque Cler

- **Les craintes inflationnistes perdurent**
- **2022: des débuts volatils pour les placements**
- **Prévisions pour 2022**

Les craintes inflationnistes perdurent

Le marché du travail américain a poursuivi sur la voie de la reprise en décembre. Encore établi à 3,9%, le taux de chômage oscillait autour de 3,5% avant la pandémie et a brièvement atteint 14,5% avec l'adoption des mesures sanitaires. Le marché du travail américain est donc sur la voie du plein emploi. Dans ce contexte et compte tenu de la pression inflationniste des derniers mois, la Réserve fédérale américaine (Fed) entend agir sur ses taux directeurs. Un premier relèvement est attendu pour mars et d'autres devraient suivre rapidement. D'ici la fin de l'année, les taux directeurs des États-Unis devraient passer de zéro à un niveau légèrement inférieur à 1%. Les derniers comptes rendus de réunions laissent transparaître l'inquiétude croissante des décisionnaires de la Fed face à la poussée inflationniste, décrite comme temporaire.

Dans la zone euro, la montée des prix se situe autour de 5% en décembre 2021 par rapport à décembre 2020. De novembre 2020 à 2021, elle était légèrement inférieure, avec 4,9%. La tendance à la hausse dans la zone euro se poursuit donc pour le moment. Le taux d'inflation européen talonne donc les 6,8% enregistrés par les États-Unis en novembre. Le fait que la Banque centrale européenne n'ait pas encore montré la volonté de resserrer la bride de la politique monétaire, contrairement à la Fed, pourrait attirer l'attention et susciter de vives critiques envers cette position de souplesse.

2022: des débuts volatils pour les placements

Le début de la nouvelle année a été mitigé pour les marchés des actions. La vague Omicron annoncée déferle actuellement sur de nombreux pays industrialisés et menace les secteurs critiques de l'approvisionnement de base. Lueur d'espoir à l'horizon: malgré ses conséquences dramatiques, cette vague pourrait consolider l'immunité collective et nous permettre ainsi de nous rapprocher nettement de la véritable fin de la pandémie.

Le comportement actif et souvent agressif de la Russie, reflété par l'escalade du conflit en Ukraine et les troubles au Kazakhstan, figure en tête de la liste des risques de nombreux investisseurs professionnels. Après que l'UE et l'OTAN aient révélé, peut-être prématurément, qu'aucune confrontation militaire directe avec les forces de l'OTAN n'aurait lieu en cas d'invasion russe de l'Ukraine, la décision de déclarer la guerre n'est plus qu'une question d'ordre économique pour la Russie. Compte tenu du niveau d'interdépendance entre les deux camps, il est permis de douter que la menace de sanctions économiques ait un réel effet dissuasif. Même si la guerre était déjà déclarée depuis longtemps, la Russie poursuivrait avec ténacité les discussions diplomatiques jusqu'à la dernière minute. L'adage «en amour comme à la guerre, tous les coups sont permis», attribué à Napoléon, demeure malheureusement d'actualité, du moins pour ce qui est de la guerre.

Prévisions pour 2022

Si les prévisions s'accompagnent de grandes incertitudes, et pas uniquement en période de pandémie, elles permettent de donner une direction générale au scénario que nous considérons actuellement comme le plus vraisemblable. Pour 2022, les conditions-cadres demeurent positives pour les actions. Après que les marges bénéficiaires aient connu une bonne reprise dans les différentes régions et même dépassé leur niveau d'avant-crise aux États-Unis, nous prévoyons un ralentissement de la dynamique. La hausse des chiffres d'affaires devrait cependant continuer à faire croître les bénéfices. Nous prévoyons une faible marge à la hausse pour les évaluations d'actions, actuellement à un niveau historiquement haut et susceptibles de subir la pression liée au resserrement de la politique monétaire. Par conséquent, nous ne tablons pas sur des performances exceptionnelles pour les actions, mais sur une année moyenne.

Pour celles et ceux qui préfèrent les chiffres, nous avons établi les prévisions suivantes pour les marchés des actions et les devises en 2022:

Marchés des actions et devises (indice des prix, c.-à-d. hors revenus des dividendes)

- SMI: 13 600
- EuroStoxx 50: 4600
- S&P 500: 5000
- Nikkei: 31 000
- MSCI EM: 1330
- CHF par dollar américain: 0,91 – CHF par euro: 1,05

États-Unis: des perspectives positives pour 2022

Malgré une croissance moins dynamique que l'an passé, les voyants de l'économie américaine restent au vert pour 2022. Les indicateurs avancés (indices des directeurs d'achat) demeurent dans une phase expansionniste et la confiance des consommateurs conserve un niveau historiquement élevé. Cette dernière n'a pas été érodée – du moins jusqu'à présent – par l'inflation aux États-Unis, qui a fortement progressé par rapport au reste du monde. Cela s'explique probablement par le fait que le taux de chômage a nettement diminué en 2021, étant passé sous les 5 % dès septembre. Les chances de retrouver un emploi aux États-Unis sont actuellement très bonnes, car les postes vacants sont nombreux (fig. 1). Les perspectives conjoncturelles américaines pour 2022 sont donc positives. La croissance moyenne attendue du PIB se monte à environ 4 %.

Zone euro: une croissance supérieure à la moyenne attendue

Pour la zone euro, le taux de croissance prévisionnel du PIB dépasse nettement la moyenne des 20 dernières années. Malgré les perturbations des chaînes d'approvisionnement internationales et la cinquième vague de coronavirus (qui n'épargne pas les indicateurs de confiance, comme en Allemagne, fig. 2), la croissance moyenne attendue du PIB se monte à plus de 4 %. En raison des difficultés de production, une partie de la consommation prévue en 2021 n'aura une incidence sur la demande qu'en 2022. L'évolution de l'emploi dans la zone euro s'annonce aussi très positive: le taux de chômage dépasse de peu le niveau le plus bas observé juste avant le début de la pandémie de Covid-19.

Suisse: des signaux toujours au vert

La situation laisse également augurer une évolution réjouissante de l'économie suisse pour 2022. Les prévisions actuelles tablent sur une hausse du PIB d'environ 3 % et une forte stabilité des prix. La hausse de l'inflation anticipée est de 0,7 % pour 2022. Les perspectives essentiellement positives pour le PIB sont étayées par les indicateurs avancés. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie demeure en nette expansion et le baromètre conjoncturel du KOF (fig. 3) reste supérieur à sa moyenne à long terme, malgré des chiffres à nouveau légèrement bas. Les potentiels nouveaux variants et la persistance des difficultés sur les chaînes d'approvisionnement internationales constituent les principaux risques pour l'économie suisse.

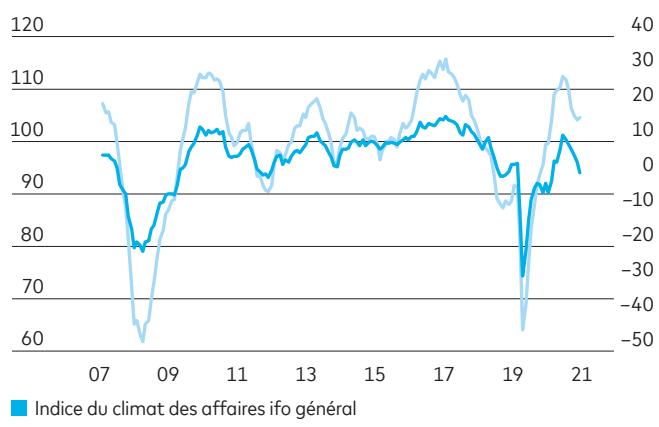
Fig. 1: États-Unis: nombre de postes vacants

En milliers



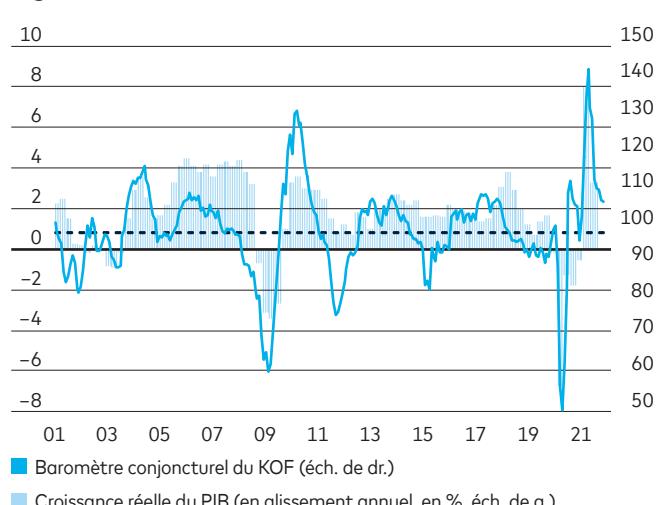
Source: BKB, Bloomberg

Fig. 2: Allemagne: indice du climat des affaires ifo



Source: BKB, Bloomberg

Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses



Source: BKB, Bloomberg

Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

Investment Letter 01/2022

La Fed accélère le tempo

Le comité de politique monétaire de la Fed a décidé mi-décembre d'accélérer la réduction de ses achats d'obligations. Si l'économie évolue comme prévu, le processus devrait prendre fin mi-mars. La fourchette cible du taux directeur américain demeure inchangée d'ici là. Cependant, les nouveaux «dots plots» (fig. 1) prévoient trois augmentations des taux directeurs pour l'année en cours. Pour Jerome Powell, président de la Fed, la robustesse de la croissance économique, la consolidation du marché de l'emploi et la hausse de la pression inflationniste appellent un resserrement de la politique monétaire.

La BCE amorce la sortie de sa politique expansionniste
La Banque centrale européenne (BCE) a décidé lors de sa séance du mois de décembre de mettre fin au programme d'achats de titres d'urgence face à la pandémie (PEPP) d'ici fin mars 2022. Les achats d'actifs (APP) se poursuivront tant que cela sera nécessaire pour soutenir la conjoncture. La BCE a maintenu le taux directeur à 0,0%. Bien que l'économie de la zone euro poursuive sur la voie de la reprise, la situation demeure fragile d'après Christine Lagarde, présidente de l'institution. Il convient donc de conserver une politique monétaire qui épaulle la conjoncture. Malgré la très forte inflation, une augmentation du taux directeur est par conséquent exclue pour 2022.

La BNS maintient sa politique expansionniste

La Banque nationale suisse (BNS) maintient son cap expansionniste, le taux directeur et le taux des avoirs à vue restant à -0,75%. Contrairement aux États-Unis et à l'Europe, la Suisse connaît une inflation modérée. Il n'y a donc aucune urgence à quitter le mode de gestion de crise. La BNS préfère concentrer ses efforts sur le franc, qu'elle juge encore surévalué.

Perspectives

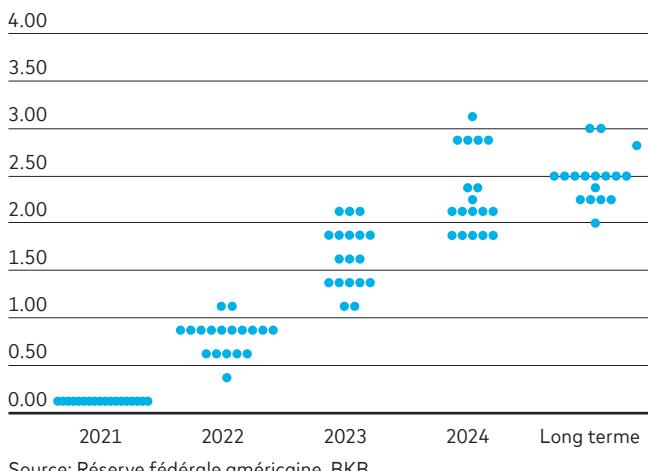
Le récent sursaut de la pandémie représente un risque pour la reprise conjoncturelle mondiale: une aggravation pourrait entraîner de nouvelles mesures d'endiguement à large échelle. L'évolution de la situation et l'orientation future de la politique monétaire mondiale demeurent incertaines. Nous maintenons notre nette sous-pondération en obligations dans nos mandats.

Marché suisse de l'immobilier

2021 s'est avérée fructueuse pour les placements immobiliers. Par rapport à l'année précédente, les fonds ont progressé de 7,32%, et les actions de 4,35%, une évolution notamment due à un solide rallye de fin d'année en décembre: les fonds ont enregistré environ +3,9% et les actions près de +3,6%. Dans le secteur immobilier, l'année a été marquée par les discussions sur la hausse des prix de vente et les risques qui en découlent pour le marché et les hypothèques. Il ne nous semble pas approprié de parler de bulle immobilière, bien que le mot soit dans toutes les bouches. Le mouvement du marché s'explique par de bonnes raisons. La demande de logements en propriété demeure élevée, les rendements sur distribution de l'immobilier sont attractifs, les loyers restent stables et les rendements des obligations suisses sont faibles. La question de l'inflation qui a émergé en 2021 favorise en outre l'immobilier, considéré comme une valeur sûre.

Nous maintenons notre pondération neutre de 5 % sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: projection du taux directeur des membres du FOMC



Source: Réserve fédérale américaine, BKB

Actions: l'année 2021 finit en beauté

Les cours des actions ont réalisé un beau sprint en fin d'année, notamment en Suisse (+6,1% en décembre) et dans la zone euro (+5,0% en CHF), mais aussi aux États-Unis (+2,9% en CHF). La performance annuelle globale des actions américaines et suisses compte ainsi parmi les 20% des meilleures performances réalisées ces 90 dernières années. Les actions des marchés émergents ont été moins bien loties, car elles ont notamment pâti du recul des actions chinoises. L'évolution du marché immobilier dans la région a aussi provoqué quelques turbulences en décembre.

Globalement, l'évolution exceptionnellement bonne des bénéfices a constitué un moteur essentiel des cours des actions en 2021. La normalisation du niveau d'évaluation, qui avait majoritairement grimpé, a cependant eu une incidence négative sur la performance, hormis pour les actions suisses, car leur rapport cours-bénéfice s'est stabilisé à un haut niveau ces dernières années (fig. 1).

Une bonne moyenne attendue pour les actions en 2022

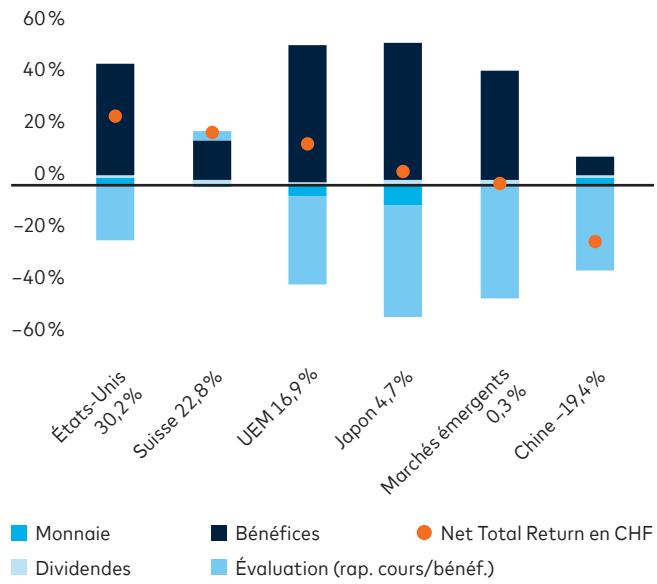
Après que les marges bénéficiaires aient connu une bonne reprise dans les différentes régions et même dépassé leur niveau d'avant-crise aux États-Unis (fig. 2), nous prévoyons un ralentissement de la dynamique. Les bénéfices devraient continuer à augmenter grâce à la hausse des chiffres d'affaires, qui devrait être plus ou moins proportionnelle à la croissance économique nominale attendue, supérieure à la moyenne. Nous prévoyons une faible marge à la hausse pour les évaluations, actuellement à un niveau historiquement haut et susceptibles de subir la pression liée au resserrement de la politique monétaire. Par conséquent, nous ne tablons pas sur des performances exceptionnelles pour les actions, mais sur une année 2022 moyenne. La prudence est cependant de mise en raison des nombreux risques, qu'ils soient liés à la géopolitique, à la politique monétaire ou à la crise sanitaire.

Stratégie de placement

Dans la mesure où nous considérons que les facteurs positifs et négatifs s'équilibrent actuellement, nous maintenons notre position neutre dans les actions.

Fig. 1: contribution à la performance des actions 2021

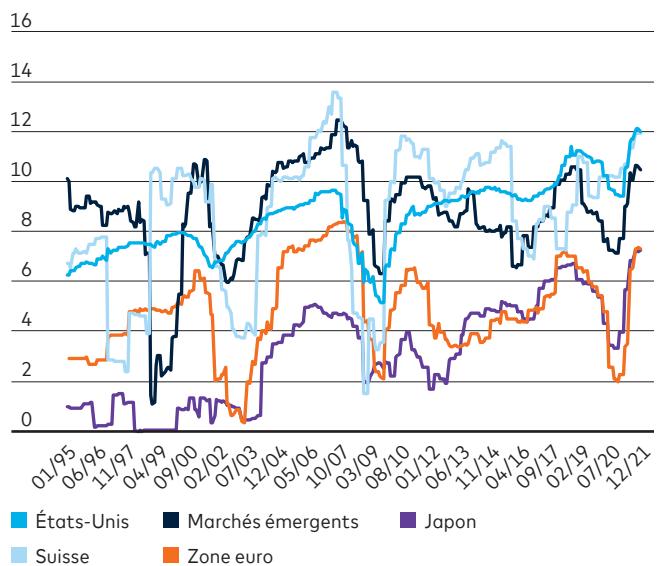
Performance des actions égale à la somme des changements des facteurs impliqués



Source: BKB, Bloomberg (MSCI)

Fig. 2: évolution des marges bénéficiaires

Bénéfice/CA, en %



Source: BKB, Bloomberg