



Achévé de rédiger le 25 janvier 2022

## Bilan 2021

L'économie mondiale a fortement rebondi en 2021 après le très important choc de 2020. Les progrès de la vaccination ont permis une normalisation graduelle de l'activité, quoiqu'à des rythmes très variables suivant les pays, et non sans épisodes temporaires de nouvelles restrictions au fil des vagues successives du Covid-19. L'effet cumulé du rétablissement de la demande et d'une offre perturbée a porté, presque partout, l'inflation à des niveaux très élevés. En fin d'année, les grandes banques centrales des économies avancées ont annoncé un allègement progressif de leurs mesures de soutien, celles des économies émergentes ayant déjà durci leurs politiques monétaires. Sur les marchés obligataires, les rendements ont nettement augmenté. Sur les marchés d'actions, les performances des indices des pays développés ont été très bonnes, alors que celles des pays émergents ont été beaucoup plus mitigées.

### Economie

#### Zone euro

L'évolution de l'épidémie de Covid-19 a continué d'exercer un effet déterminant sur la conjoncture en 2021. Au 1<sup>er</sup> trimestre, l'activité a été sévèrement affectée par les restrictions très strictes visant à freiner la circulation du virus. Toutefois, à partir du 2<sup>ème</sup> trimestre, les progrès des campagnes de vaccination ont rendu possible la réouverture de nombreux secteurs, entraînant un redressement très net du climat économique jusqu'à l'automne. De plus, les premiers versements du fonds de relance européen NGEU sont venus apporter un soutien supplémentaire. Cependant, l'activité a ralenti de nouveau en fin d'année en raison de la remontée des cas de Covid-19 et des incertitudes liées au variant Omicron. Les perturbations des chaînes industrielles mondiales, la forte hausse des prix de l'énergie, des effets de base et la forte demande générée par la réouverture de l'économie ont généré une très forte hausse de l'inflation dans l'ensemble de la zone euro. Le marché du travail s'est amélioré malgré l'allègement des dispositifs de soutien. La BCE a maintenu une attitude très accommodante, apportant un important soutien aux économies des Etats membres, dont les gouvernements ont également continué d'intervenir via d'importantes mesures budgétaires au niveau national.

#### Etats-Unis

L'économie américaine a connu en 2021 une très forte reprise, qui a toutefois suivi une trajectoire irrégulière. Après un très bon premier semestre, l'activité a ralenti à la fin du troisième trimestre en raison d'une forte augmentation des cas de Covid-19. Cependant, une ré-accelération a eu lieu au quatrième trimestre, au cours duquel les chiffres mensuels et les enquêtes de conjoncture ont fait état d'une demande très dynamique. L'année a également été marquée par d'importantes difficultés d'approvisionnement en produits intermédiaires, du fait des perturbations et goulets d'étranglement dans les chaînes industrielles mondiales, générant des tensions sur les prix. De plus, des effets de base, la flambée des prix de l'énergie et la très forte demande ont également contribué à porter l'inflation à un niveau très élevé au second semestre. Le marché du travail a continué de se redresser, tandis que le climat des affaires est resté porteur. La Réserve fédérale, après avoir maintenu une attitude très accommodante durant l'essentiel de l'année, a annoncé lors de ses deux derniers comités de politique monétaire une réduction progressive de ses achats d'actifs.

#### Economies émergentes

Les économies émergentes ont connu une année 2021 très mouvementée. La croissance a fortement rebondi au fur et à mesure des progrès des campagnes de vaccination, alors que la mobilité des personnes s'est normalisée après l'irruption du variant Delta plus tôt dans l'année. Les gouvernements ont multiplié les mesures de soutien, l'amélioration de la conjoncture dans les économies avancées générant également des retombées positives. L'inflation a fortement accéléré au second semestre (souvent au-delà des cibles des banques centrales, notamment en Amérique latine et en Europe de l'Est) du fait d'une demande domestique robuste et des perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement, une situation générant d'importants déséquilibres offre-demande. Les banques centrales n'ont pas eu d'autre choix que d'augmenter rapidement leurs taux directeurs, contrairement à leurs homologues des pays avancés. Du point de vue régional, la Chine a donné la priorité à des objectifs davantage structurels que conjoncturels, durcissant sa réglementation de plusieurs secteurs afin d'augmenter la part des travailleurs dans le partage du revenu national et de contenir la hausse des inégalités sociales. En Amérique latine, le balancier politique s'est orienté nettement vers la gauche suite aux résultats des élections au Chili et au Pérou, et à la tendance révélée par les sondages au Brésil et au Colombie. Enfin, la tendance économique a été moins volatile dans les pays de l'ASEAN, marquée par un rebond plus faible, moins d'inflation et moins d'action de la part des banques centrales que dans les autres régions.

## Sommaire

### Bilan 2021

Economie.....	1
Marchés Financiers.....	2

### Perspectives 2022

Scénario économique.....	3
Stratégie d'investissement.....	4



## Marchés financiers

### Taux

L'année 2021 a été marquée par une forte hausse des taux souverains. Le taux allemand à 10 ans a clôturé 2021 à -0,18% soit une hausse annuelle de 40pb. Le US à 10 ans a augmenté de 60pb pour atteindre 1.5%. Les investisseurs, puis les banquiers centraux, ont fortement revu à la hausse leurs anticipations de hausse des taux face aux pressions inflationnistes et à la forte reprise de l'activité économique. Les améliorations sur le front de l'emploi ont été notables, en particulier aux États-Unis. Ce changement de ton des banquiers centraux a été marqué au quatrième trimestre :

- La Fed a annoncé la fin de ses achats nets d'actifs en mars 2022, ce qui devrait permettre une première hausse dès le deuxième trimestre. Les membres du FOMC envisagent désormais trois hausses en 2022, trois hausses en 2023 et deux hausses en 2024.
- La BCE a annoncé une réduction massive de ses achats courants mensuels de 90 à 20 milliards d'euros en octobre 2022. Dans le même temps, la BCE a gardé un filet de sécurité : les titres acquis dans le cadre de son programme d'urgence (PEPP) arrivant à échéance peuvent être réinvestis si nécessaire dans différentes classes d'actifs et juridictions.

### Actions

Très belle année pour les indices actions avec un MSCI ACWI en hausse de +19,1%, mais notons une divergence marquée entre les marchés développés (+22,5%) et les marchés émergents (-2,3%), notamment la Chine (-22,7%) et le Brésil (-18%). Ces derniers auront souffert de la hausse du dollar, des annonces d'un moindre soutien de l'économie chinoise dès le premier trimestre et du durcissement réglementaire sans précédent en Chine. Autrement, l'année 2021 aura été marquée par un très fort rebond des profits dans le monde développé (+52%) ainsi qu'un fort soutien des politiques fiscales et monétaires dans un contexte sanitaire incertain. L'accélération de l'inflation et sa persistance, liée essentiellement aux goulets d'étranglement dans la chaîne de production, aura finalement conduit les banques centrales, et notamment la Fed, à durcir le ton en fin d'année après l'avoir suggéré dès le mois de juin. Ce ton plus dur juste au moment où le variant Omicron conduisait à de nouvelles réductions de mobilité à travers le monde a fait trébucher les marchés qui ont quand même fini proches de leurs plus hauts annuels. Régionalement, les États-Unis (25,2 %) et l'Europe (+19,9%) sont en tête. En Europe, certains marchés font même mieux que les États-Unis, à savoir les Pays-Bas (+35,4%), la Suède (+31,5%) et la France (+26,7%). Le Royaume-Uni (+15%), le Japon (+11,4%) et le Pacifique hors Japon (+5,3%) auront quant à eux été décevants. En Europe, cette année de reprise économique aura davantage profité aux valeurs cycliques (+22,3%) qu'aux défensives (+15,9%) et la baisse des taux réels aura bénéficié aux valeurs de croissance (+24,4%) plutôt qu'aux valeurs Value (+15,3%). Ainsi, les semi-conducteurs (+67,7%) et le luxe (+31,3%) auront été les grands gagnants alors que les Utilities (+4,1%) et l'immobilier (+4,1%) auront été à la peine.



## Perspectives 2022

### Scénario économique 2022

#### Zone euro

La reprise a déjà probablement atteint son point haut. L'effet du variant Omicron et des nouvelles restrictions d'activité se traduira par un ralentissement début 2022, retardant davantage le rebond de la consommation et de l'activité dans le secteur des services. Ces difficultés s'ajouteront à la hausse des prix de l'énergie et aux perturbations des chaînes internationales d'approvisionnement qui pèsent déjà sur les consommateurs et les entreprises. L'inflation élevée, autre facteur pénalisant la demande domestique et la consommation, n'est pas encore compensée par des hausses de salaires. Lorsque les facteurs temporaires qui ont soutenu l'inflation au T4 2021 se dissiperont, l'écart entre inflation générale et inflation sous-jacente devrait se réduire, l'inflation se stabilisant à des niveaux légèrement plus élevés que ceux d'avant la crise. La BCE maintiendra une attitude très accommodante, même si elle réduira progressivement ses achats du programme PEPP au T1 avant de mettre ce programme en sommeil en mars, en même temps qu'elle réduira les achats du programme APP. Le soutien budgétaire restera très conséquent à l'échelle des pays, aidant les économies à se rétablir après le choc du COVID.

#### Etats-Unis

Après le ralentissement du T3 2021, et la réaccélération du T4, la croissance décélérera probablement au fil de 2022, se stabilisant d'abord au-dessus de son potentiel de long terme avant de rejoindre ce potentiel en 2023. L'inflation devrait également diminuer, quoique graduellement, tout en restant au-dessus de 3% jusqu'à l'été. Malgré la dissipation des facteurs temporaires d'inflation, une demande toujours forte et des hausses des loyers et des salaires maintiendront probablement l'inflation sous-jacente à un niveau supérieur à celui d'avant la crise. Les perturbations des chaînes industrielles internationales ne devraient se résoudre que très progressivement, continuant à tirer les prix à la hausse durant le 1<sup>er</sup> semestre 2022. La normalisation de la situation économique s'accompagnera d'une diminution du soutien monétaire et budgétaire. La Réserve fédérale réduira ses achats d'actifs de 30mds de dollars par mois à partir de janvier, conduisant à une fin des achats en mars.

#### Economies émergentes

La croissance des économies émergentes devrait rester stable ou accélérer légèrement en 2022. En effet, les perspectives concernant la Chine s'améliorent et le variant Omicron n'entraînera probablement que des restrictions modérées. A court terme, la dynamique économique de l'Asie devrait continuer à surperformer celles de l'Amérique latine et de l'Europe centrale et orientale. Le secteur immobilier chinois donne quelques signes de stabilisation même s'il n'a peut-être pas encore touché son point bas. L'inflation devrait rester très élevée, voire continuer d'augmenter au T1 2022 en Amérique latine et en Europe centrale, sans reflux significatif en vue. Au contraire, l'inflation restera probablement modérée en Asie, quoique sur une trajectoire légèrement haussière. Au vu de ces conditions macroéconomiques, la normalisation rapide de la politique monétaire devrait continuer au 1<sup>er</sup> trimestre, avec des cycles de hausses des taux directeurs approchant de leurs termes dans ceux des pays qui ont déjà commencé ces hausses de façon résolue en 2021. Cependant, le tableau sera différent en Asie, où la majorité des banques centrales maintiendront le statu quo ou, dans le cas de la Chine, procéderont à un assouplissement monétaire supplémentaire.

**Stratégies d'investissement 2022****Marchés de taux**

Le pic de croissance est derrière nous, mais la croissance devrait rester supérieure au potentiel en 2022 dans les économies développées. Les améliorations notables sur le front de l'emploi devraient se poursuivre surtout aux Etats-Unis. Les grandes banques centrales ont changé de ton en décembre en décembre face aux pressions inflationnistes et à la reprise forte de l'activité économique.

- La Fed mettra fin aux achats nets d'actifs fin mars, ce qui devrait permettre une première hausse des taux dès mars.
- La BCE a notamment annoncé une réduction massive de ses achats : les achats mensuels seront réduits de 90 milliards d'euros en 2021 à 20 milliards d'euros en octobre 2022. Dans le même temps, la BCE a gardé un filet de sécurité : les titres acquis dans le cadre de son programme d'urgence (PEPP) arrivant à échéance peuvent être réinvestis si nécessaire dans différentes classes d'actifs et juridictions.

Nous sommes sous-exposés à la durée sur 5 ans et 10 ans. Les rendements à 5 ans sont généralement les plus réactifs lorsque l'emploi s'améliore. Nous nous attendons à plus de volatilité sur les spreads périphériques de la zone euro.

L'environnement devrait rester favorable aux marchés du crédit sauf si l'inflation ne recule pas comme prévu par les banques centrales. Mais les valorisations sont moins attractives qu'en 2021 et les facteurs de soutien seront également plus faibles cette année.

**Marchés d'actions**

2021 aura été une année record pour les marchés d'actions (MSCI ACWI +19.1%), même si tous les marchés, notamment la Chine (-22.7%), n'en ont pas profité. 2022 s'annonce encore plutôt favorable, mais moins. En effet, la reprise des profits mondiaux devrait rester positive à +7% selon le consensus contre +53% en 2021, ce qui est cohérent avec une croissance économique qui restera au-dessus de son potentiel. Mais d'un autre côté, la valorisation des actions pourrait subir la pression de taux d'intérêt réels qui devraient remonter. Les banques centrales ont en effet durci le ton en fin d'année dernière pour faire face à une inflation qui devrait quand même se calmer en 2022. Cette hausse des taux réels devrait finalement contrarier la suprématie des valeurs de croissance. On surveillera aussi particulièrement l'évolution du dollar US, pour l'instant bien orienté à la hausse, mais dont un retournement de tendance plus tard dans l'année pourrait favoriser un retour en grâce des marchés émergents, si tant est que la Chine soit également plus prompte à soutenir sa croissance. De telles rotations, si elles devaient se confirmer, ne manqueraient pas de générer un peu plus de volatilité.

*Achévé de rédiger le 25 janvier 2022*

**Avertissement**

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Edité par Amundi Asset Management - Société par actions Simplifiée – SAS au capital de 1 086 262 605 euros - Siège social : 91-93, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.