

# INSIGHT

PERSPECTIVES DE MARCHÉ TRIMESTRIELLES

T1 2022



Après la quatrième vague,  
des perspectives plus  
réjouissantes

## PANORAMA

---

L'incertitude liée à la Covid fait place à de meilleures perspectives

## R-U

---

Le risque de stagflation

## AMÉRIQUE LATINE

---

Politique et pandémie

## ZOOM SPÉCIAL

---

À court d'employés ?

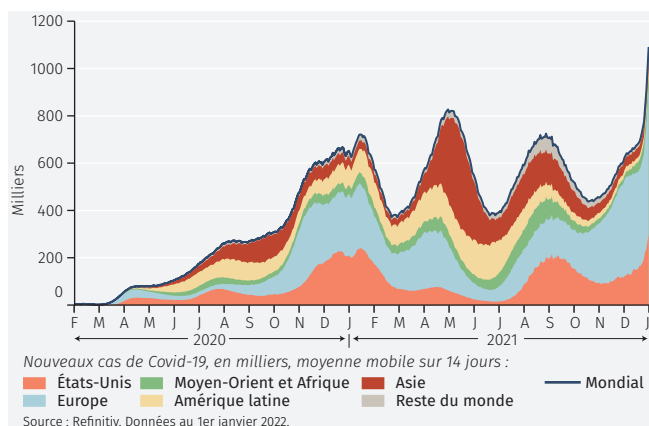
## PANORAMA

Si les préoccupations liées à la Covid occuperont toujours les esprits pendant la première partie de l'année, nous sommes globalement optimistes quant aux perspectives de croissance économique mondiale en 2022. Les taux d'inflation devraient retomber, et le contexte économique reste globalement favorable.

### Quatrième vague mondiale

En ce début d'année 2022, la principale préoccupation mondiale est certainement encore une fois une montée en flèche des cas de Covid, une hausse qui constituera la quatrième vague de ce type (voir graphique 1). La croissance économique mondiale avait déjà été affectée fin 2021 en raison de la diffusion du variant Omicron. Certaines restrictions de déplacement avaient été imposées, ce qui a pesé sur la confiance des consommateurs. En revanche, l'impact a été très différent selon les pays. L'Europe a été la plus durement touchée des économies avancées. En revanche, par contraste, la croissance économique des États-Unis semble être restée relativement solide!

#### 1. Quatrième vague de Covid

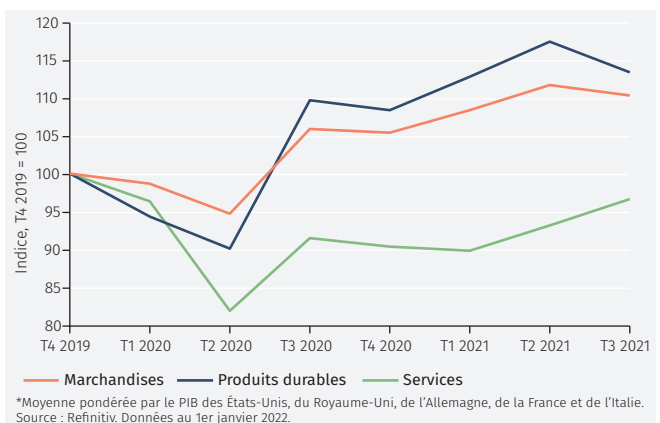


Dans une certaine mesure, l'économie mondiale s'est habituée à la présence de la Covid. Lors de la première vague de mars 2020, la croissance économique mondiale s'était effondrée, mais elle a été plus résistante lors des épidémies ultérieures. Le potentiel d'une reprise plus tard en 2022 demeure. Nous constatons une croissance globale du PIB d'environ 4,5 % pour les économies avancées, ainsi qu'une croissance légèrement plus forte dans les économies émergentes.

### Économies et dépenses

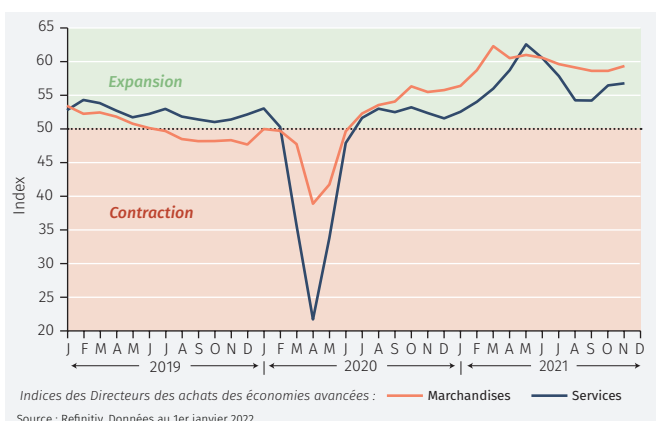
Cette évaluation se fonde sur trois évolutions attendues. Tout d'abord, nous constatons une reprise des dépenses de consommation en matière de services tels que les divertissements, voyages et spectacles. Dans les principales économies avancées, les dernières données (au troisième trimestre 2021) montrent que ces dépenses restent inférieures à leur niveau d'avant la pandémie (voir graphique 2). Les consommateurs ont la possibilité de dépenser grâce à l'épargne des ménages accumulée pendant la pandémie et l'augmentation du patrimoine due à la hausse du prix des actifs. Aux États-Unis, par exemple, la valeur nette des ménages s'élevait à 144 700 milliards de dollars à la fin du troisième trimestre 2021, soit près de 25 % de plus qu'avant la pandémie. Cependant, la mesure dans laquelle cela se traduit par une augmentation des dépenses dépend bien entendu de la confiance des consommateurs et de leur volonté de consommer.

### 2. Dépenses de consommation dans les économies avancées\*



Les résultats de l'enquête menée par les directeurs des achats ont montré une certaine amélioration dans le secteur des services avant la propagation d'Omicron (voir graphique 3), ce qui suggère que ces dépenses commencent déjà à se redresser. Reste à savoir à quel point cela se révèle résilient, mais nous sommes optimistes. Les consommateurs et de nombreuses entreprises ont, dans une large mesure, appris à vivre avec la Covid. Nous prévoyons une augmentation du taux de vaccination dans les pays qui sont à la traîne, et un déploiement de nouveaux traitements, comme le comprimé contre la Covid, est envisageable en 2022.

### 3. Les PMI des économies avancées : biens et services



Ensuite, nous prévoyons un assouplissement des pressions de la chaîne d'approvisionnement, ce qui permettra de satisfaire la demande de certains biens et de reconstituer les stocks. Les secteurs de l'automobile et de l'électronique grand public sont les deux domaines qui ont le plus pâti de ces pressions.

Enfin, le besoin de dépenses en infrastructures vertes est considérable. Pour atteindre l'objectif de zéro émission de carbone nette d'ici 2050, ces dépenses sont estimées à 4 000 milliards de dollars par an

<sup>1</sup> The Federal Reserve Bank of Atlanta's 4 January 2022 GDPNow forecast is for 7.4% annualised growth in Q4 2021. <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

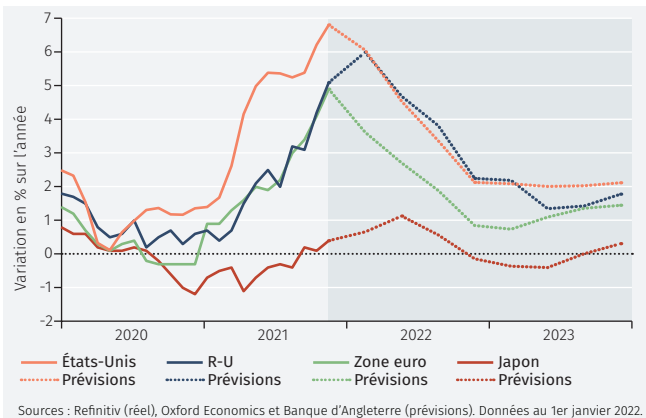
# PANORAMA

pendant les 25 prochaines années, soit un total de 100 000 milliards de dollars. Le fait que les rendements des obligations d'État, tant en termes nominaux qu'en termes réels, restent si bas suggère qu'il existe encore un excès d'épargne mondiale qui peut être déployé pour répondre à ces besoins en matière de dépenses d'infrastructure.

## Faibles rendements des obligations d'État et stagnation séculaire

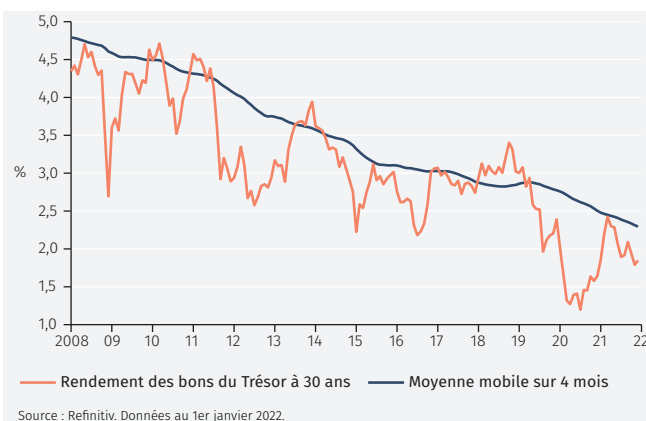
Les rendements des obligations nous indiquent également que les taux d'inflation ne devraient pas rester élevés. Les taux d'inflation maximaux devraient être enregistrés au premier trimestre, les taux retombant ensuite vers 2 % (voir graphique 4).

### 4. Taux d'inflation dans les économies avancées



Les rendements des obligations d'État à très long terme, tels que le rendement à 30 ans des bons du Trésor américain, qui ne peut pas être expliqué par les tendances de l'inflation sur un ou deux ans, ont tendance à baisser sur un certain nombre d'années (voir graphique 5). Cela peut être considéré non seulement comme une indication d'un excès d'épargne mondiale, mais aussi comme une force déflationniste séculaire. Si cette interprétation s'avère fondée, alors après la reprise en 2021 et 2022 la croissance mondiale devrait revenir au taux relativement lent qu'elle présentait avant la pandémie (2 % ou moins pour les principales économies avancées).

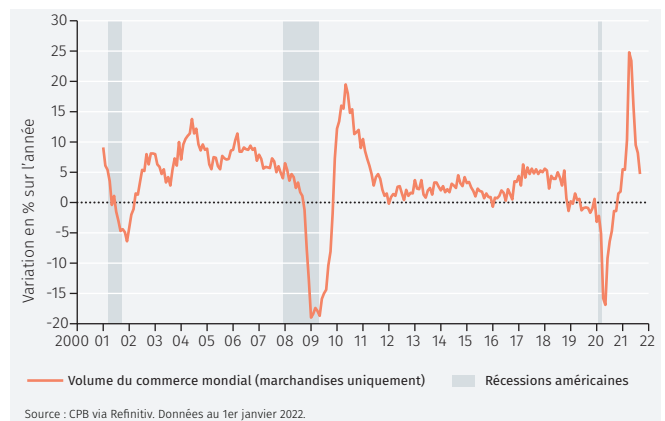
### 5. Rendement des bons du Trésor américain à 30 ans



## Mondialisation et économies émergentes

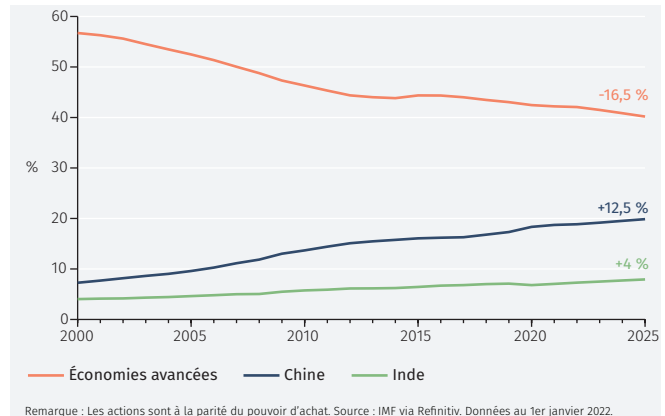
Deux autres grandes questions à long terme sur l'économie mondiale sont également pertinentes. Tout d'abord, il faut déterminer si la mondialisation est menacée, en particulier en raison de la tendance à relocaliser la production. Nous sommes d'avis qu'il existe des limites à cette tendance, notamment en raison d'un manque de main-d'œuvre qualifiée dans les pays cherchant à relocaliser (voir le *Zoom Spécial*, page 11) et de la nature complexe des chaînes d'approvisionnement mondiales. Le commerce mondial des biens devrait, selon nous, continuer à croître à un rythme similaire à celui observé au cours de la période 2012-2019 (voir graphique 6), avec un potentiel de croissance plus rapide des services.

### 6. Croissance des échanges mondiaux



Ensuite, il faut également déterminer si l'importance des économies émergentes dans la stimulation de la croissance mondiale va se poursuivre. En pratique, seules deux économies émergentes, l'Inde et la Chine, ont pris la place laissée par la réduction de la part des économies avancées dans le PIB mondial depuis 2000 (voir graphique 7). Nous sommes optimistes quant au fait que d'autres économies émergentes, propulsées par l'adoption des technologies numériques, peuvent désormais rattraper leur retard.

### 7. Parts du PIB mondial



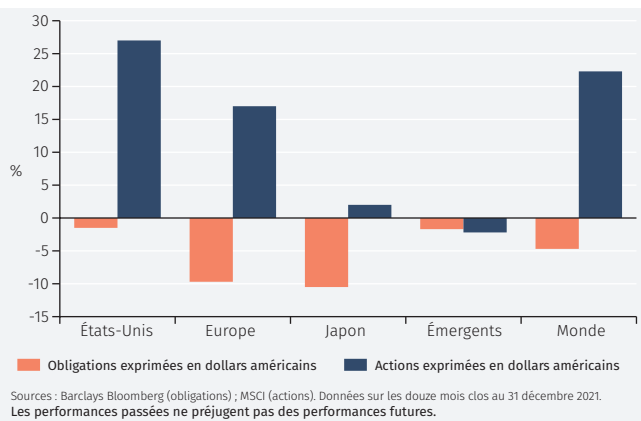
## PERFORMANCES DES MARCHÉS FINANCIERS

En 2021, les marchés boursiers mondiaux ont enregistré de solides rendements, États-Unis en tête. Le dollar américain s'est raffermi par rapport à la plupart des devises. Les marchés obligataires ont été soumis aux pressions de rendements haussiers, illustrant les inquiétudes relatives à l'inflation.

### Performances des marchés financiers

Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré une hausse de 22,3 % en 2021 (voir graphique 8) sur la base du rendement total de l'indice MSCI World exprimé en dollars américains. Les rendements des marchés obligataires mondiaux, en revanche, se sont inscrits dans le rouge, à -4,7 % sur la base de l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate<sup>2</sup>. Sur quasiment tous les marchés, les rendements en monnaie locale ont été affaiblis par la dépréciation monétaire après conversion en dollars américains.

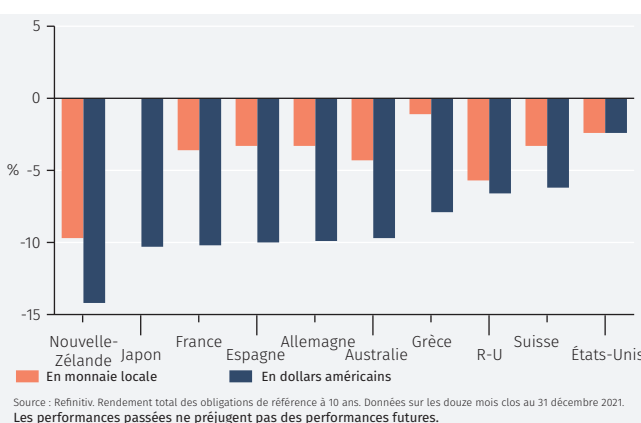
#### 8. Performances des marchés financiers



### Marchés obligataires

Une hausse générale des rendements obligataires à plus long terme et une baisse conséquente des prix ont été observées en 2021. Les rendements à 10 ans ont progressé de 59 points de base, à 1,50 % aux États-Unis, et de 40 points de base, un taux encore négatif de -0,18 %, en Allemagne (voir graphique 9). La Nouvelle-Zélande a de loin enregistré la plus forte hausse, avec une augmentation des

#### 9. Rendements des marchés obligataires



rendements de 131 points de base à 2,4 %. Ces augmentations ont été principalement motivées par les inquiétudes concernant la persistance de la hausse de l'inflation et les futures hausses des taux d'intérêt des banques centrales.

Au Royaume-Uni, les rendements à 10 ans ont davantage augmenté qu'aux États-Unis, et la livre sterling a également affiché une légère faiblesse par rapport au dollar américain. Du fait de la faiblesse du yen japonais, les rendements nuls en monnaie locale se sont traduits par des rendements fortement négatifs en dollars américains.

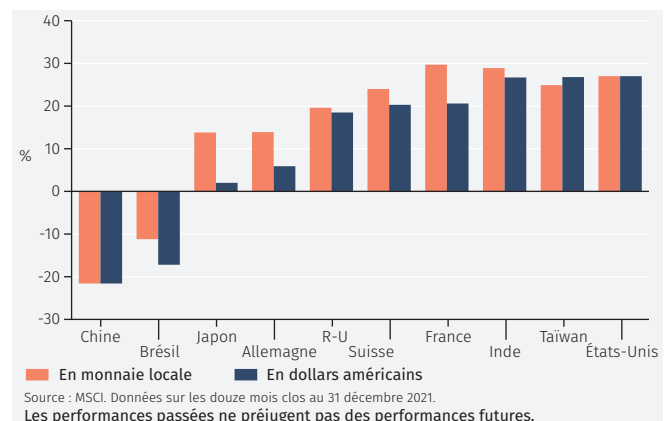
Sur tous les marchés obligataires de la zone euro et, dans une mesure encore plus grande en Suisse, les rendements en dollars américains ont été pénalisés par la faiblesse de la monnaie locale.

### Marchés actions

Sur les principaux marchés développés, les actions américaines ont généré les rendements les plus élevés, s'élevant à 27 % en 2021 (voir graphique 10). Les sociétés technologiques ont été un facteur important de rendements américains, ainsi que dans la solide performance de Taiwan. En Europe, l'une des divergences notables a été la meilleure performance de la France et de la Suisse par rapport à l'Allemagne, principalement en raison de la composition différente de leurs indices boursiers (les indices français et suisse ont une forte composition de produits de luxe et de sociétés pharmaceutiques, respectivement).

Bien que les rendements des actions japonaises se situaient à 13,8 % en yen, la faiblesse de ce dernier les a réduits à tout juste 2,0 % en dollars américains. Sur les principaux marchés émergents, l'Inde a enregistré la meilleure performance, tandis que les rendements en Chine ont été faibles. Les inquiétudes concernant le cadre réglementaire et les perspectives du secteur immobilier ont pesé sur le marché chinois, en particulier à partir du milieu de l'année.

#### 10. Performances des marchés actions



<sup>2</sup> L'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond est une référence pour les titres de créance d'entreprises publiques et investment grade provenant d'émetteurs de marchés développés et émergents de 24 pays.

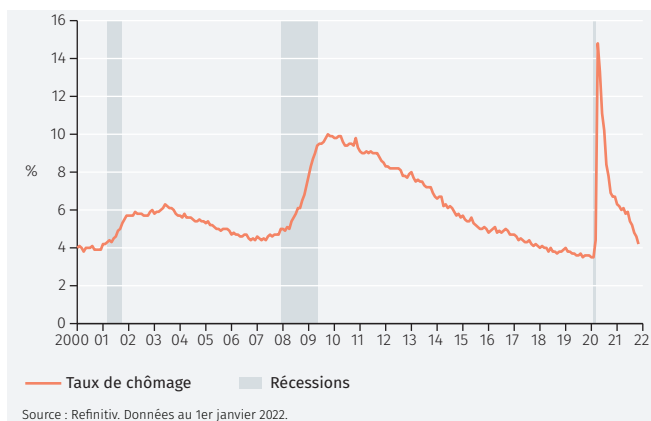
## ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a enregistré une forte reprise après la pandémie de Covid, plus clairement sur le marché du travail. Après quelques vents contraires au premier trimestre, une expansion continue devrait être observée durant le reste de l'année 2022.

### Resserrement du marché du travail

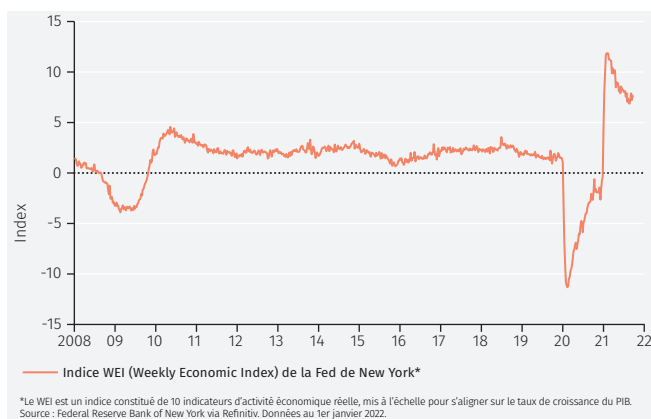
Le signe le plus clair de la reprise post-Covid de l'activité américaine est peut-être la forte baisse du taux de chômage (voir graphique 11). À seulement 4,2 % en novembre 2021, le taux n'est que légèrement supérieur à son niveau d'avant la pandémie. Après la crise financière mondiale, il a fallu 10 ans pour que le taux de chômage retombe à son niveau d'avant la crise. Cet ajustement bien plus rapide témoigne de la souplesse du marché du travail américain. Par exemple, à mesure que les ventes au détail ont évolué sur Internet, l'emploi dans les magasins physiques de détail a diminué à mesure que le nombre d'emplois dans l'entreposage et la fabrication a augmenté. Cependant, cela reflète également une baisse du taux de participation (il y a moins de travailleurs), un sujet que nous traitons dans le *Zoom Spécial* en page 11.

#### 11. Taux de chômage américain



La réaction rapide de la politique face à la pandémie (le passage à des taux d'intérêt proches de zéro, les achats massifs d'actifs par la Fed et le soutien budgétaire direct) a cependant clairement joué un rôle important. Ce soutien sera réduit en 2022 et représente un risque pour la croissance américaine.

#### 12. Indice d'activité économique américaine hebdomadaire

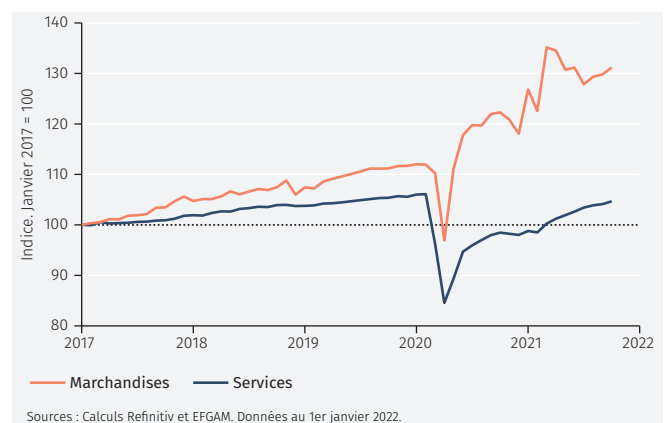


### La croissance tient bon, mais des défis se profilent pour 2022

Trois autres risques pour la croissance américaine se profilent, et ils n'arriveront pas tous au même moment. Dans un avenir proche, l'impact de la propagation du variant Omicron de la Covid pourrait avoir un impact à la fois sur la consommation des ménages et sur la production. Jusqu'à présent, les données économiques à fréquence élevée ne suggèrent qu'un léger ralentissement du taux de croissance réel américain vers la fin 2021 (voir graphique 12). Dans l'ensemble, le dernier trimestre de l'année devrait avoir connu une forte expansion économique. Mais la seule chose dont nous pouvons être sûrs concernant la Covid est son caractère imprévisible.

Les perspectives de l'année 2022 annoncent une reprise des dépenses de consommation en matière de services tels que les voyages, le tourisme, la participation à des spectacles et les soins personnels. Elles sont toujours inférieures à leur niveau d'avant la pandémie de Covid (voir graphique 13), tandis que la consommation de biens, en particulier durables, est beaucoup plus élevée. Mais il existe un risque que cette reprise de la consommation de services soit différée plus tard en 2022.

#### 13. Tendances dépenses de consommation aux États-Unis



La troisième préoccupation est qu'après une reprise de l'activité en 2022, les États-Unis pourraient revenir à un taux de croissance plus faible. Entre 2012 et 2019, le taux de croissance annuel moyen était d'environ 2,0 %, un taux qui est généralement attendu compte tenu de la productivité à long terme et des tendances démographiques.

Le « risque extrême » le plus improbable concerne l'inflation, qui pourrait rester élevée plus longtemps que prévu, provoquant un resserrement plus agressif de la part de la Fed, nécessaire à son contrôle. Il est beaucoup plus probable, selon nous, que l'inflation diminue plus tard en 2022 et que la nécessité d'un resserrement de la Fed soit modeste, peut-être inférieure aux trois augmentations de 25 points de base du taux des fonds fédéraux que le marché actualisant au début de l'année 2022.

## ROYAUME-UNI

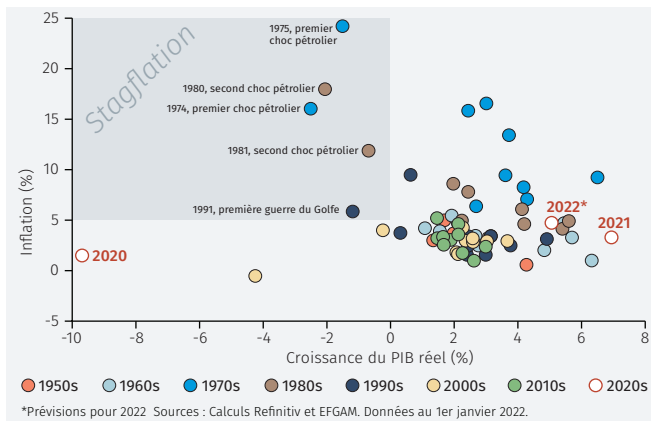
Par le passé, la stagflation (absence de croissance ou contraction du PIB réel et inflation élevée) avait déjà été observée au Royaume-Uni. Il s'agit d'un risque en cours, bien que probablement temporaire.

### La stagflation dans le passé

« "Stagflation" ne fait pas partie de notre vocabulaire », explique Andrew Bailey, gouverneur de la Banque d'Angleterre<sup>3</sup>. Le terme est cependant largement utilisé en dehors de cette institution. Il désigne l'association de la stagnation dans l'économie (absence de croissance ou contraction du PIB réel) à une inflation élevée.

Le Royaume-Uni a connu une stagflation (voir graphique 14) au cours de trois périodes : 1974 et 1975, 1980 et 1981, et 1991. Les deux premiers ont été liés aux chocs du marché pétrolier, lorsque les prix ont augmenté d'environ 300 % et 200 %, respectivement ; la troisième période, à l'époque de la première guerre du Golfe, a connu une hausse plus faible des prix du pétrole (34 %).

### 14. Stagflation au Royaume-Uni

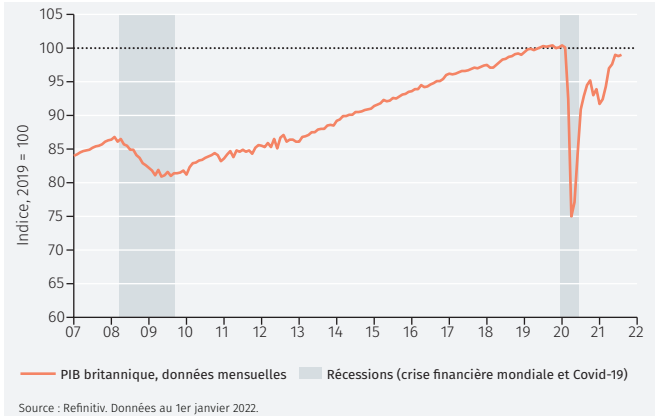


Compte tenu de la hausse de 270 % des prix du pétrole entre le plus bas de 2020 et le plus haut de 2021, il existe, sur cette base, un risque de stagflation à nouveau. La corrélation n'est pas une causalité, bien sûr. Les monétaristes pourraient souligner que ces anciennes périodes d'inflation élevée étaient précédées d'une croissance monétaire rapide. Cependant, par le passé, une politique budgétaire souple et un taux de change faible en livre sterling ont également été enregistrés.

### La menace actuelle

La menace actuelle de stagflation est évidente à partir des prévisions à court terme. En conséquence de l'impact du variant Omicron sur la croissance du PIB, cet indicateur devrait enregistrer une chute entre novembre et décembre 2021 ainsi que, très probablement, entre le dernier trimestre 2021 et le premier trimestre 2022. Cela signifierait que le PIB du Royaume-Uni resterait en dessous de son niveau d'avant la pandémie (voir graphique 15) au début de l'année.

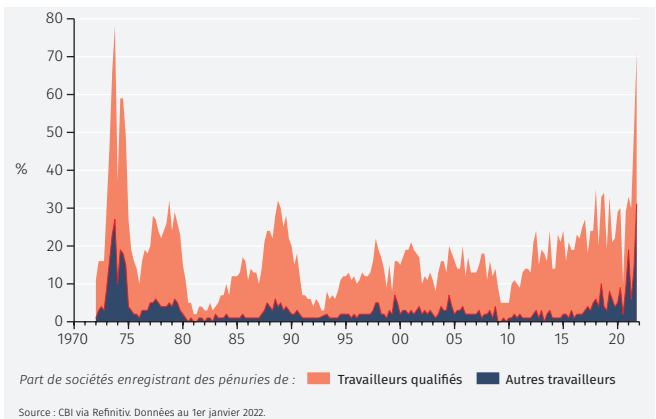
### 15. PIB mensuel britannique



La Banque d'Angleterre prévoit actuellement que l'inflation devrait atteindre un pic de 6 % au premier trimestre. Les pressions sur les coûts sont claires, et elles s'exercent non seulement en raison de la hausse des prix du pétrole, mais également en raison des pénuries du marché du travail (voir graphique 16) et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Comme par le passé, les antécédents comprennent une croissance monétaire rapide, une hausse du déficit budgétaire du gouvernement et une faiblesse de la livre sterling. Ainsi, au début de l'année 2022, l'alignement des valeurs de croissance et d'inflation devrait entraîner le Royaume-Uni dans la stagflation.

Cependant, pour l'année 2022 dans son ensemble, la croissance rapide du PIB et une baisse de l'inflation (par consensus, une variation moyenne de 5 % en glissement annuel des deux mesures est prévue) sont susceptibles de signifier que le mot qui ne fait pas partie du vocabulaire de la Banque d'Angleterre n'aura pas besoin d'être déployé.

### 16. Pénurie de main-d'œuvre limitant la production



<sup>3</sup> Monetary Policy Report press conference, 4 November 2021. <https://tinyurl.com/2bket9ps>. Ben Broadbent, gouverneur adjoint de la politique monétaire, a préféré la description « un choc courant induisant un déséquilibre » pour expliquer la hausse de l'inflation et la baisse du PIB en conséquence de la montée des prix du pétrole.

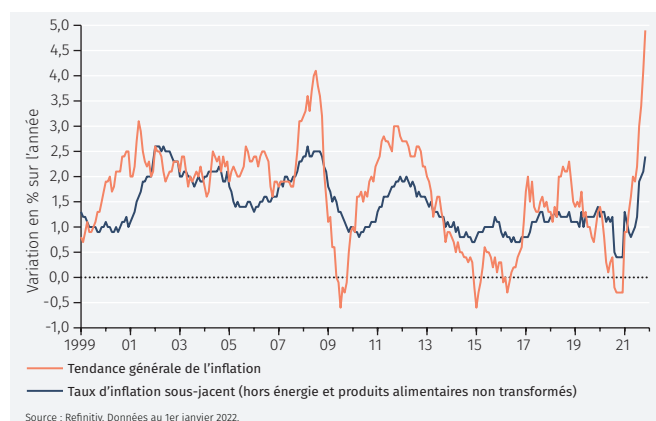
## ZONE EURO

Les défis qui émergent systématiquement dans la gestion de la politique monétaire pour le groupe diversifié d'États membres de la zone euro sont aggravés par des taux d'inflation élevés et divergents et un écart de production important.

### L'inflation atteint un niveau record dans la zone euro

Le taux d'inflation globale des prix à la consommation dans la zone euro a atteint 4,9 % en novembre 2021, le niveau le plus élevé depuis la création de l'euro en 1999. Si l'on exclut les prix de l'énergie et des denrées alimentaires (non transformées), le taux a toutefois été inférieur à la moitié de cette valeur, se situant à 2,4 % (voir graphique 17). Ces mesures sont utilisées par les banques centrales, car en excluant des composantes volatiles, telles que l'alimentation et l'énergie, elles fournissent une meilleure évaluation des tendances sous-jacentes.

### 17. Tendence générale de la zone euro et inflation sous-jacente



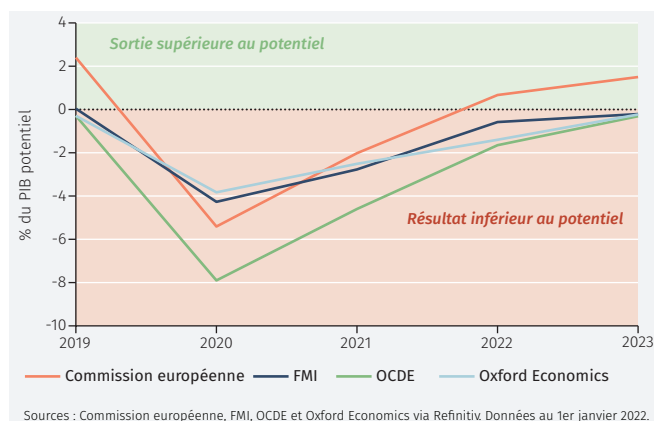
Si le taux de 2,4 % est en effet plus représentatif de l'inflation sous-jacente, il est globalement conforme à l'objectif symétrique de 2 % de la Banque centrale européenne (introduit en juillet 2021). Bien que le changement de cette ambition par rapport à la formulation précédente de « moins de, mais près de 2 % » puisse être considéré comme insignifiant, nous pensons qu'il est important. Il signifie notamment qu'une inflation temporairement supérieure à 2 % est acceptable<sup>4</sup>.

### Deux inquiétudes

Malgré tout, les perspectives d'inflation donnent lieu à deux inquiétudes.

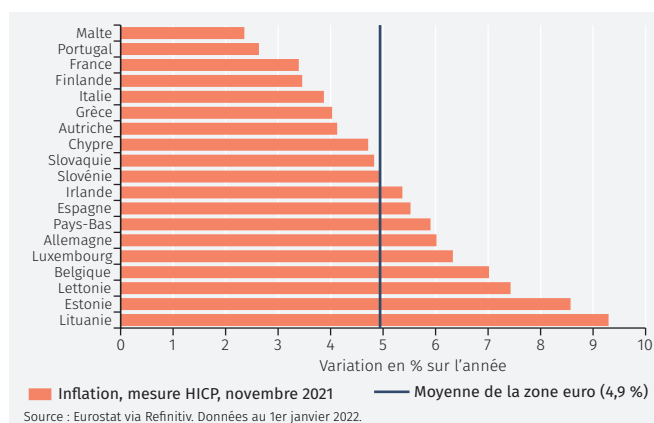
Tout d'abord, le PIB de la zone euro est encore en deçà de son potentiel. Les estimations varient : les quatre mesures visibles dans le graphique 18 placent la production entre 2 % et 4,5 % en dessous de son potentiel en 2021. Toutes les estimations, à l'exception d'une des quatre, montrent que l'écart persistera en 2022 et 2023. Un écart de production de cette amplitude devrait normalement produire une pression à la baisse sur l'inflation. Ainsi, le taux sous-jacent actuel de plus de 2 % est plus préoccupant qu'il n'y paraît au départ. En outre, les estimations de l'écart de production varient considérablement selon les 19 États membres de la zone euro, certains d'entre eux étant déjà au-dessus du potentiel (les États baltes et la Slovaquie), tandis que plusieurs grands États membres (l'Italie et la France, en particulier) devraient le dépasser en 2023.

### 18. Estimations de l'écart de production dans la zone euro



Deuxièmement, reflétant en partie cette divergence des écarts de production, la divergence des taux d'inflation est la plus importante jamais observée depuis la création de l'euro (voir graphique 19). Dans les pays baltes, les derniers taux d'inflation sont compris entre 7 % et 9 % ; le taux est à peine supérieur à 2 % à Malte et au Portugal.

### 19. Dispersion de l'inflation dans la zone euro



Peut-être parce qu'elle a appris des erreurs de ses politiques passées, notamment la hausse des taux d'intérêt en juillet 2008 alors que les cours du pétrole atteignaient un sommet temporaire et peu avant le début de la crise financière mondiale, il est fort probable que la BCE continue d'adopter une politique monétaire accommodante tout au long de l'année 2022.

Plus précisément, les achats d'actifs devraient se poursuivre en 2022, absorbant presque toutes les nouvelles émissions nettes d'obligations d'État.

<sup>4</sup> The ECB's New Framework: The Bright Spots Are in the Grey Areas, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

## SUISSE

La reprise économique suisse se poursuit. Le PIB devrait augmenter de plus de 3,5 % en 2021 et d'environ 3 % en 2022. Les perspectives favorables sont soutenues par le renforcement du commerce international et une politique monétaire accommodante.

### L'excédent commercial s'élargit

La Suisse, une petite économie ouverte, est très sensible au commerce international. En outre, sa spécialisation dans la production de produits pharmaceutiques et chimiques rend ses exportations très compétitives. Sans surprise, l'excédent commercial suisse a atteint un record de 58,2 milliards de francs suisses, soit 8,1 % du PIB, au cours des 12 mois clos en novembre 2021 (voir graphique 20). La croissance rapide des exportations soutient le secteur manufacturier, qui a jusqu'à présent mieux fait face aux goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement mondiale que la plupart des partenaires commerciaux suisses.

### 20. Suisse : balance commerciale



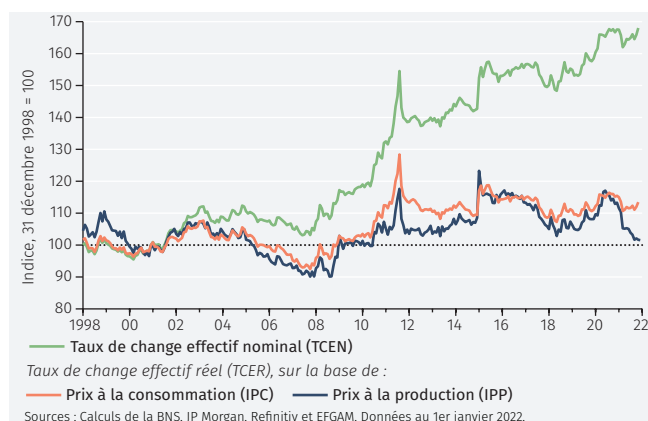
### Politique expansionniste de la BNS

Malgré les perspectives de croissance favorables, la Banque Nationale Suisse (BNS) a reconfirmé sa politique monétaire expansionniste, en raison de taux d'intérêt négatifs et de la volonté d'intervenir sur les marchés des changes pour contrer toute appréciation excessive du franc suisse.

La BNS a revu à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2022, mais a maintenu les prévisions pour 2023 et 2024 à 1 % en glissement annuel. L'inflation sur l'horizon relatif à la politique devrait donc rester dans la limite basse de la fourchette de 0 à 2 % utilisée par la BNS pour définir la stabilité des prix. Cela reflète les prévisions selon lesquelles les prix de l'énergie et les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement vont se modérer au fil du temps. Par conséquent, la BNS a indiqué qu'elle ne se sent pas suffisamment sous pression pour changer de politique monétaire pendant un certain temps.

En outre, son président, Thomas Jordan, a expliqué que l'impact de la hausse du franc a été atténué par une inflation élevée dans d'autres pays, de sorte que le taux de change réel, ajusté de l'inflation des prix à la consommation, reste presque inchangé depuis le début de la pandémie (voir graphique 21).

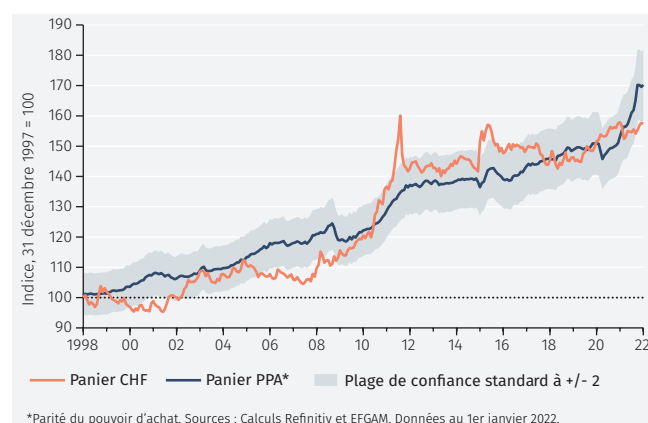
### 21. Indices de taux de change du franc suisse



### Taux de change du franc suisse

Cependant, le tableau est différent lorsque l'on regarde les écarts de prix à la production<sup>5</sup>. Sur cette mesure, le franc s'est déprécié de 7,5 % depuis le début de la pandémie, revenant aux niveaux observés à la fin des années 1990. En outre, le récent élargissement du différentiel d'inflation des prix à la production entre la Suisse (3,3 % en novembre) et la zone euro (21,9 % en octobre) et les États-Unis (13,6 % en novembre) implique que le taux de change du franc suisse d'équilibre estimé<sup>6</sup> a augmenté de manière significative par rapport à un panier composé du dollar américain et de l'euro (voir graphique 22). Cela suggère que le franc suisse pourrait se renforcer davantage, et qu'atteindre la parité sur le taux de change EUR/CHF n'est qu'une question de temps.

### 22. Panier de taux de change du franc suisse et PPA\*



<sup>5</sup> L'IPP est pris en compte car il s'agit d'une mesure rapide des prix d'exportation et qu'il est disponible à une fréquence mensuelle pour la plupart des économies.

<sup>6</sup> En fonction de la parité du pouvoir d'achat (PPA).

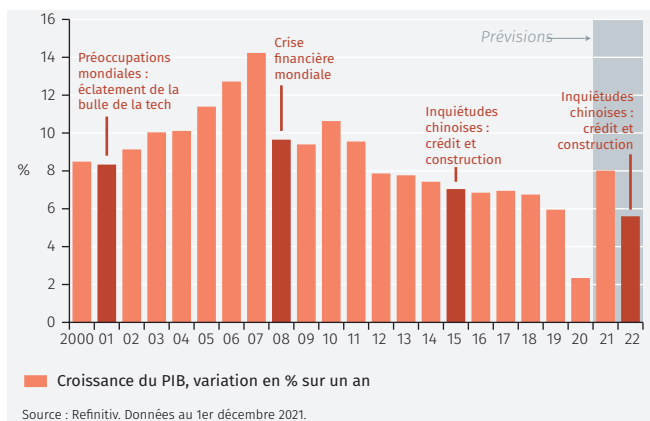
# ASIE

Au cours des deux dernières décennies, les perspectives de croissance économique de la Chine ont été une source d'inquiétudes récurrentes. Actuellement, ce sont les tendances liées à la Covid, au crédit et à la construction qui constituent les préoccupations à court terme. Quant aux enjeux à long terme, ils sont liés aux tendances démographiques et à la gouvernance.

## Chine : des inquiétudes récurrentes

Au cours des deux dernières décennies, les perspectives de croissance économique de la Chine ont été une source d'inquiétudes récurrentes (voir graphique 23). Certaines menaces ont été externes (comme la crise financière mondiale), tandis que d'autres ont été nationales. À chaque fois, les préoccupations ont été exagérées. La Chine a pu éviter un ralentissement brutal, notamment grâce à une manipulation astucieuse de ses politiques.

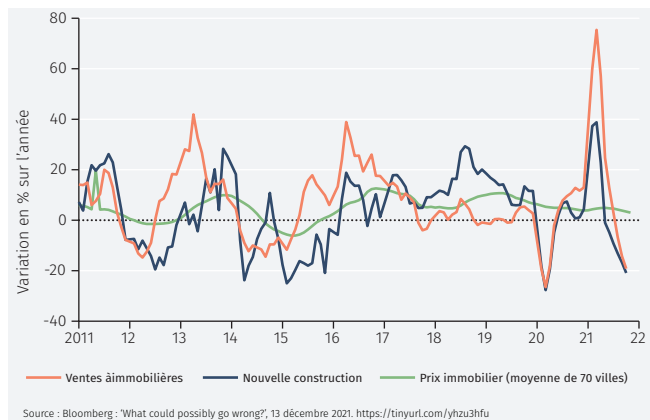
### 23. Croissance chinoise : les préoccupations récurrentes



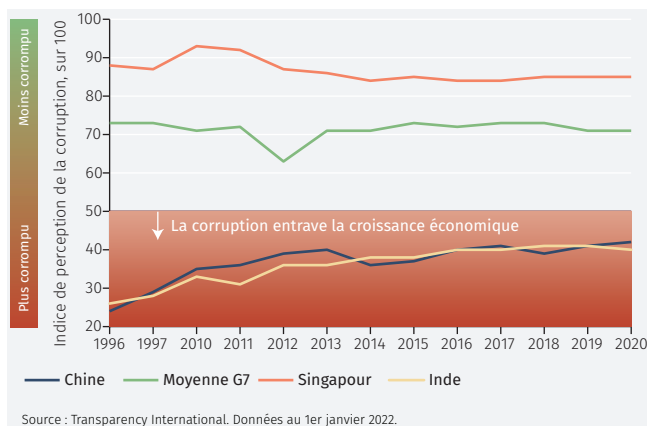
Cette fois-ci, il existe des problèmes à court terme, ainsi que des problèmes plus profonds et à long terme. La stratégie « zéro Covid » de la Chine implique une vaccination de masse, une action immédiate et stricte pour contenir les épidémies et des restrictions strictes concernant les voyages vers et depuis le pays. Si des confinements à répétition et des restrictions au voyage sont nécessaires (car les vaccins ne sont peut-être pas aussi efficaces contre les nouveaux variants de la Covid), alors le commerce et la croissance en pâtiront.

Viennent s'ajouter des inquiétudes concernant le secteur du logement, où les ventes et les nouvelles constructions se contractent désormais fortement (voir graphique 24).

### 24. Chine : ventes de logements, construction et prix



### 25. Perception de la corruption en Asie



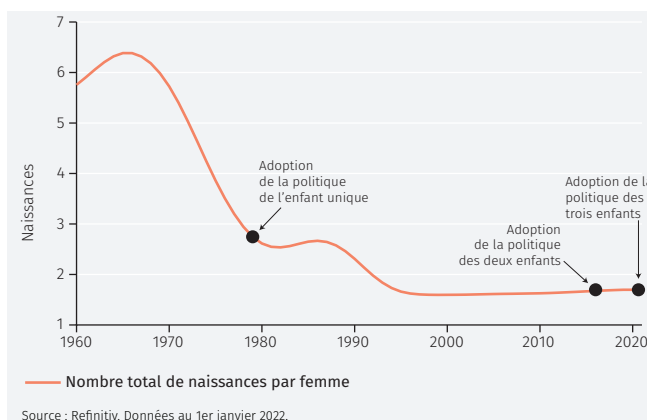
Étant donné que la part du logement représente entre un quart et la moitié de la croissance chinoise, et que la majeure partie de cette croissance a été financée par la dette, les risques sont évidents. Un étalement sur plusieurs années plutôt qu'un « épisode à la Lehman » semble toujours la solution la plus probable. Nous soutenons cette hypothèse essentiellement parce que les banques chinoises en majorité contrôlées par l'État sont susceptibles de faciliter une restructuration de la dette liée à l'immobilier au moyen d'aides gouvernementales.

### Gouvernance et démographie

Deux questions plus importantes à plus long terme portent sur la gouvernance et la démographie de la Chine. Le pays est toujours perçu comme une économie où la corruption est si élevée qu'elle entrave la croissance économique (voir graphique 25). L'Inde occupe une position similaire. La démographie chinoise est également un frein à la croissance. Les taux de fertilité ont fortement chuté (voir graphique 26), malgré la décision d'autoriser davantage d'enfants. La population en âge de travailler a vraisemblablement atteint son sommet (voir le *Zoom Spécial*, page 11).

Surmonter les défis actuels de la Chine sera plus compliqué qu'auparavant.

### 26. Chine : taux de fertilité



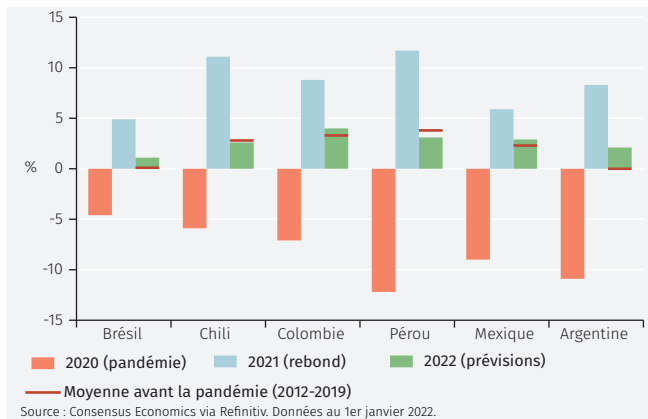
## AMÉRIQUE LATINE

Après le fort rebond de 2021, la croissance latino-américaine devrait reprendre un rythme plus normal en 2022. Les risques pour la croissance, en particulier au Brésil, semblent avoir été exagérés.

### Retour à la « normale »

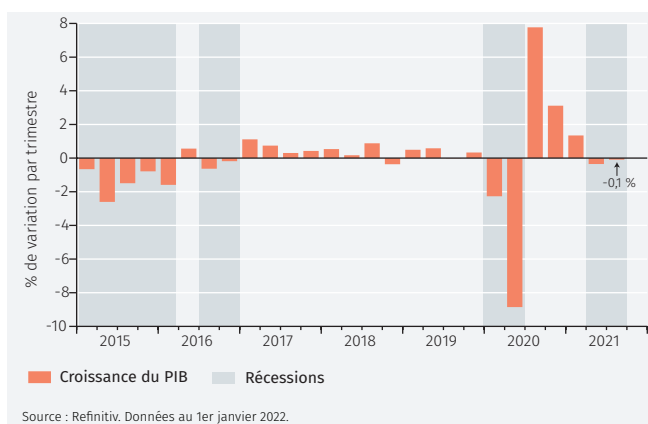
L'Amérique latine a été l'une des régions les plus touchées par la Covid en 2020, mais a fortement rebondi en 2021. Cette croissance rapide semble s'établir en 2022 à un taux de croissance similaire à celui observé avant la pandémie (voir graphique 27).

#### 27. Croissance du PIB en Amérique latine : retour aux taux d'avant la pandémie



Au Brésil, les perspectives de croissance ont été très pessimistes. L'économie est déjà entrée dans sa quatrième récession depuis 2015 (voir graphique 28) et les prévisions pour 2022 ont été fortement revues à la baisse. Les préoccupations sont liées à un durcissement de la politique (dont des taux d'intérêt plus élevés) et à l'incertitude politique à l'approche des élections présidentielles de novembre. Ce constat pourrait dissuader les investissements internes et les progrès futurs dans les réformes structurelles.

#### 28. Brésil : quatrième récession depuis 2015

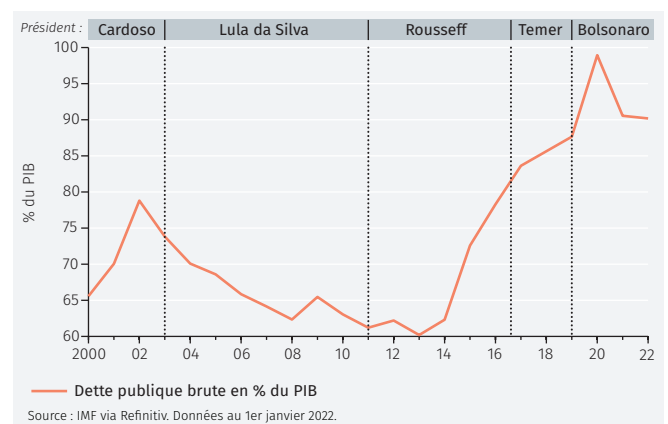


### Brésil : une vision plus optimiste

Le pessimisme entourant les perspectives brésiliennes est selon nous exagéré. Certes, les taux d'intérêt ont fortement augmenté, mais cette hausse constitue un signe bienvenu de l'indépendance de la banque centrale qui, à notre avis, se manifestera en retour

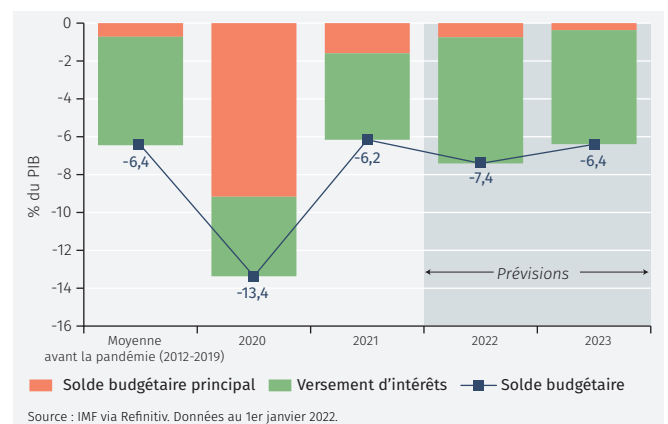
d'une baisse de l'inflation, des taux d'intérêt et des rendements obligataires. Parallèlement, la politique budgétaire a été gérée de manière responsable. Bien que le niveau de la dette publique par rapport au PIB ait fortement augmenté en 2020 (sous l'effet de la contraction du PIB nominal), la reprise de l'économie a connu un recul : elle n'est que légèrement plus élevée qu'avant la pandémie (voir graphique 29).

#### 29. Brésil : augmentation du poids de la dette



Selon la constitution, les dépenses publiques ne peuvent pas augmenter en termes réels (ajustés de l'inflation). Cette loi a été suspendue en 2020 et le déficit primaire du gouvernement a fortement augmenté (voir graphique 30). À l'époque, cette mesure était pertinente. Ce déficit retrouve maintenant l'équilibre, bien que l'augmentation des paiements des intérêts pèsent sur le déficit budgétaire global.

#### 30. Brésil : solde budgétaire



Le Brésil a également, après un démarrage très lent, fait de bons progrès dans le contrôle de la pandémie, principalement grâce à la production locale de vaccins.

## ZOOM SPÉCIAL : À COURT D'EMPLOYÉS ?

Conséquence inattendue de la Covid, le taux de participation, c'est-à-dire la part de la population constituée d'actifs ou de demandeurs d'emploi, a baissé. En plus des préoccupations démographiques préexistantes, le monde pourrait-il se retrouver à court d'employés ?

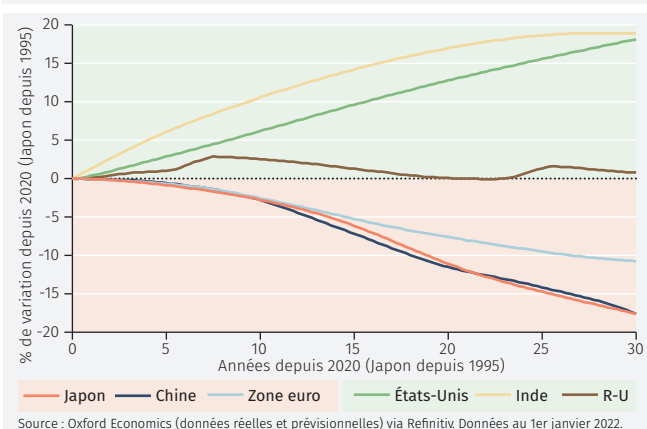
### Piège malthusien

Il y a deux siècles, Thomas Malthus a publié ses inquiétudes concernant une explosion démographique mondiale. Selon lui, la croissance démographique dépasserait largement la capacité du monde à produire de la nourriture : c'est le « piège malthusien »<sup>7</sup>. D'une manière ou d'une autre (guerre, famine, maladie ou contrôle des naissances), la croissance de la population se retrouverait limitée. La politique de l'enfant unique adoptée en Chine en 1979 a fait écho à ces préoccupations. Mais Malthus avait tort. À l'époque de ses hypothèses, la population mondiale était d'un milliard de personnes, et elle passera probablement bientôt à 8 milliards (7,92 milliards au 1<sup>er</sup> janvier 2022) ; et le nombre d'enfants en surpoids dépasse maintenant celui d'enfants en sous-poids dans le monde<sup>8</sup>.

### Baisse de la population en âge de travailler

Elon Musk a récemment adopté une vision très différente de Malthus : selon lui, il n'y a pas assez de travailleurs, et cela pourrait menacer la civilisation humaine, à moins que l'IA et la robotique ne se développent suffisamment rapidement<sup>9</sup>. Si la population en âge de travailler aux États-Unis devait augmenter au cours des 30 prochaines années environ (voir graphique 31) et si une tendance similaire devait se dessiner en Inde, le déclin de la Chine devrait suivre la tendance observée au Japon, qui a débuté en 1995. Le déclin de la zone euro n'est pas aussi marqué, mais il illustre une forte baisse des pays périphériques et une croissance dans les principaux pays. La population en âge de travailler au Royaume-Uni devrait être globalement stable.

### 31. Population en âge de travailler



<sup>7</sup> Essai sur le principe de la population, Thomas Malthus (1798)

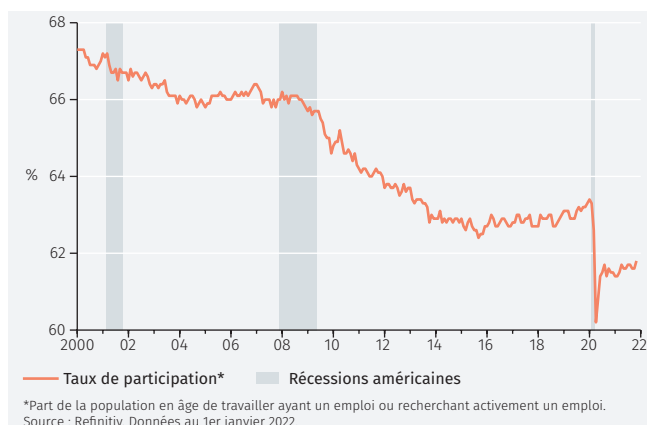
<sup>8</sup> The Economist World Ahead 2022, 'Growing up—and out'

<sup>9</sup> <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

<sup>10</sup> <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

<sup>11</sup> What If...The "Great Resignation" Doesn't End?, Morgan Stanley, 24 novembre 2021.

### 32. Taux de participation américain



### La grande démission

Le taux de participation a chuté dans de nombreuses économies, ce qui s'ajoute aux préoccupations concernant cette baisse de la population en âge de travailler (la tendance américaine est illustrée au graphique 32). Le phénomène est maintenant désigné par le terme « la grande démission ». La maladie à long terme liée à la Covid, les difficultés à travailler à domicile pendant le confinement, en particulier en ce qui concerne les besoins liés à la garde d'enfants et les préoccupations relatives à l'exposition au virus, ont été des facteurs déterminants.

En revanche, le soutien apporté aux ménages a été plus important que ces facteurs. Les versements d'allocations aux ménages effectués pendant la pandémie, qui, aux États-Unis, totalisaient 2 000 milliards de dollars, soit environ 16 000 dollars par ménage, n'ont pas encouragé la recherche d'emploi, réduisant le taux de participation de 0,6 point de pourcentage (soit environ la moitié de la baisse) selon une estimation<sup>10</sup>. En Europe, où les programmes de rétention des emplois (tels que le programme de chômage partiel au Royaume-Uni) ont été plus largement utilisés, la baisse du taux de participation a été plus faible. Malgré tout, selon une étude de Morgan Stanley, 36 % des Européens gagnent des revenus complémentaires grâce aux plates-formes de création de contenu, à l'e-commerce et à l'échange (par exemple le Bitcoin et les NFT), et plus de 40 % d'entre eux aspirent à quitter leur emploi d'ici deux ans<sup>11</sup>.

La grande démission peut s'avérer une conséquence durable, mais involontaire, de la Covid et de la réaction politique à cette dernière.

## Avis important

### La valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter, et les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les produits d'investissement peuvent être soumis à des risques de placement impliquant notamment une perte éventuelle de tout ou partie du capital investi.

Le présent document ne constitue pas et ne saurait être interprété comme un prospectus, une publicité, une offre au public ou un placement, ni une recommandation d'achat, de vente, de détention ou de sollicitation d'un investissement, d'un titre, de tout autre instrument financier, voire de tout autre produit ou service. Il n'est pas destiné à être une présentation définitive des conditions et modalités de tout investissement, titre, de tout autre instrument financier, voire de tout autre produit ou service. Le présent document est uniquement communiqué à titre d'information générale et ne constitue pas un conseil en investissement ou toute autre recommandation spécifique concernant une approche particulière à suivre. Les informations figurant au présent document ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement spécifiques, de la situation financière ou des besoins particuliers du bénéficiaire. Vous devez demander, par vos propres moyens, tout conseil professionnel adapté à votre situation particulière avant d'effectuer tout investissement ou en cas de doutes quant aux informations figurant dans le présent document. Bien que les informations figurant au présent document aient été obtenues à partir de sources réputées fiables, aucun membre du groupe EFG n'établit de déclaration ou garantie quant à leur exactitude, ces informations pouvant être incomplètes ou résumées. Tous les avis donnés dans ce document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Le présent document pourra comporter des avis personnels n'étant pas nécessairement fidèles à l'opinion de tout membre du groupe EFG. Dans toute la mesure autorisée par la loi, aucun membre du groupe EFG ne sera responsable des conséquences d'erreurs ou omissions figurant dans le présent document, ni de la confiance accordée à tout avis ou déclaration y figurant, et tout membre du groupe EFG décline expressément toute responsabilité, y compris (sans limitation) au titre de dommages accessoires ou indirects, en découlant ou consécutifs à toute action ou inaction de la part du destinataire, motivée par le présent document.

La mise à disposition du présent document dans tout territoire ou pays pourra être contraire à toute loi ou à tout règlement local et toute personne se le procurant devra s'informer de toutes restrictions applicables en la matière et les respecter. Le présent document ne pourra être reproduit, divulgué ou distribué (en tout ou en partie) à toute autre personne sans l'autorisation écrite préalable d'un membre autorisé du groupe EFG.

Le présent document a été établi par EFG Asset Management (UK) Limited aux fins d'utilisation par le groupe EFG, ainsi que ses filiales et sociétés affiliées dans le monde. EFG Asset Management (UK) Limited est autorisée et réglementée par la UK Financial Conduct Authority, et immatriculée sous le n° 7389746. Siège social : EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0) 20 7491 9111.

Si vous avez reçu ce document d'une société affiliée ou d'une succursale mentionnée ci-dessous, sachez ce qui suit :

#### Informations destinées aux investisseurs en Australie :

Le présent document a été préparé et publié par EFG Asset Management (UK) Limited, société à responsabilité limitée immatriculée sous le numéro 7389746 ayant son siège social sis à Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB (téléphone : +44 (0)20 7491 9111). EFG Asset Management (UK) Limited est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority, et immatriculée sous le n° 536771. EFG Asset Management (UK) Limited est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne au titre des services financiers qu'elle fournit aux clients institutionnels en Australie. Elle est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni (immatriculation auprès de la FCA sous le n° 536771) selon les lois du Royaume-Uni qui diffèrent des lois australiennes. Ce document est fourni de manière confidentielle et son utilisation est uniquement réservée à la personne à qui il a été fourni ou adressé. Il ne peut être reproduit et transmis, en tout ou en partie, à toute autre personne.

#### Dispense de catégorie (« Class Order ») ASIC CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited vous informe qu'elle se fonde sur la dispense de catégorie CO 03/1099 (« Class Order ») de l'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) (telle que prolongée par l'ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) concernant les sociétés réglementées par la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni, qui l'exempte de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne (AFSL) en vertu de la Loi australienne sur les sociétés de 2001 (Cth) (« Corporations Act ») au titre des services financiers que nous vous fournissons.

#### Exigences réglementaires du Royaume-Uni

Les services financiers que nous vous fournissons sont réglementés par la FCA en vertu des lois et des exigences réglementaires du Royaume-Uni, qui diffèrent de celles applicables en Australie. Par conséquent, toute offre ou toute autre documentation que vous recevez de notre part dans le cadre de la fourniture de services financiers est préparée conformément à ces lois et exigences réglementaires. Le terme « exigences réglementaires du Royaume-Uni » désigne la législation, les règles adoptées conformément à la législation, et toute autre politique ou tout autre document pertinent(e) publié(e) par la FCA.

#### Votre qualité de Client institutionnel

Afin que nous puissions vous fournir des services financiers et nous conformer à la Dispense de catégorie, vous devez être un « Client institutionnel » au sens de la section 761G de la Loi australienne sur les sociétés. En conséquence, en acceptant toute documentation de notre part avant le début ou dans le cadre de notre prestation de services financiers, vous :

- nous garantissez avoir la qualité de « Client institutionnel » ;
- acceptez de fournir les informations ou justificatifs que nous pouvons solliciter en tant que de besoin pour confirmer votre qualité de client institutionnel ;
- acceptez que nous puissions cesser de vous fournir des services financiers si vous n'êtes plus un client institutionnel ou si vous ne nous fournissez pas les informations ou justificatifs suffisants pour établir votre qualité de client institutionnel ; et
- acceptez de nous informer par écrit, dans un délai de cinq jours ouvrables, si vous cessez d'être un client institutionnel au titre des services financiers que nous vous fournissons.

**Bahamas :** EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est agréée par la Securities Commission des Bahamas en vertu du Securities Industry Act de 2011 et des Securities Industry Regulations de 2012, et est autorisée à exercer des activités dans le domaine des valeurs mobilières aux Bahamas et depuis ce territoire, y compris, la négociation d'opérations sur titres, l'organisation d'opérations sur titres, la gestion de titres et le conseil en valeurs mobilières. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. est également agréée par la Banque centrale des Bahamas en application du Trust Companies Regulation Act de 2000 en tant qu'établissement bancaire et fiduciaire.

**Bahreïn :** La succursale EFG AG Bahrain est réglementée par la Banque centrale de Bahreïn et a son siège social sis à Bahrain Financial Harbour, West Tower - 14th Floor, Royaume du Bahreïn.

**Bermudes :** EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. est une société à responsabilité limitée exemptée constituée aux Bermudes. Siège social : Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermudes.

**Îles Caïman :** EFG Bank est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité bancaire en application de la Banks and Trust Companies Law des îles Caïmans. EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. est agréée par la Cayman Islands Monetary Authority pour exercer toute activité de fiducie en application de la Banks and Trust Companies Law et pour exercer toute activité de placement en valeurs mobilières en application de la Securities Investment Business Law des îles Caïmans.

**Chili :** EFG Corredores de Bolsa SpA est agréée par la Comisión para el Mercado Financiero (« Ex SVS ») en tant que courtier en valeurs mobilières autorisé à effectuer des opérations de courtage en valeurs mobilières au Chili et à exercer toute activité réglementée accessoire, dont la gestion discrétionnaire de portefeuilles de valeurs mobilières, l'organisation d'opérations sur titres et le conseil en placement. N° d'enregistrement : 215. Siège social : Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

**Chypre :** EFG Cyprus Limited est une société de placement établie à Chypre, immatriculée sous le n° HE408062, ayant son siège social sis à Kennedy 23, Globe House, 6th floor, 1075, Nicosie, Chypre. EFG Cyprus Limited est autorisée et réglementée par la Commission chypriote des valeurs mobilières (CySEC).

**Dubaï :** EFG (Middle East) Limited est réglementée par la Dubai Financial Services Authority, ayant son siège social sis à Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubaï, ÉAU.

**Guernesey :** EFG Private Bank (Channel Islands) Limited est agréée par la Guernsey Financial Services Commission.

**Hong Kong :** EFG Bank AG est agréée en tant que banque agréée par l'Autorité monétaire de Hong Kong en application de l'Ordonnance bancaire (Cap. 155, Législation de Hong Kong) et est autorisée à exercer toute activité réglementée de type 1 (opérations sur titres), de type 4 (conseil en valeurs mobilières) et de type 9 (gestion d'actifs) à Hong Kong.

**Jersey :** EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited est réglementée par la Jersey Financial Services Commission pour l'exercice de toute activité d'investissement en vertu de la Financial Services (Jersey) Law de 1998.

**Liechtenstein :** EFG Bank von Ernst AG est réglementée par la Financial Market Authority Liechtenstein, Landstrasse 109, P.O. Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**Luxembourg :** EFG Bank (Luxembourg) S.A. est inscrite sur la liste officielle des banques établies au Luxembourg conformément à la loi luxembourgeoise du 5 avril 1993 sur le secteur financier (telle que modifiée) (la « Loi de 1993 »), gérée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, en tant que société anonyme de droit luxembourgeois autorisée à exercer ses activités en vertu de l'article 2 de la Loi de 1993. Les résidents luxembourgeois doivent exclusivement contacter EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, par téléphone au +352 264541 pour toute information concernant les services d'EFG Bank (Luxembourg) S.A.

**Monaco :** EFG Bank (Monaco) SAM est une société anonyme monégasque immatriculée sous le numéro 90 S 02647 (au registre du commerce et de l'industrie de la Principauté de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM est une banque dont les activités financières sont autorisées et réglementées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution française et par la Commission de Contrôle des Activités Financières monégasque. Siège social : EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), téléphone : +377 93 15 11 11. Le destinataire du présent document parlant parfaitement l'anglais, il renonce à la possibilité d'obtenir une version française de cette publication.

**République populaire de Chine (« RPC ») :** L'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est agréé par la Commission de régulation des banques chinoises (et immatriculé auprès de l'administration de Shanghai pour l'industrie et le commerce conformément à la réglementation de la République populaire de Chine pour l'administration des banques à capitaux étrangers et aux règles de mise en œuvre connexes. N° d'enregistrement : 310000500424509. Siège social : Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. Le champ d'activité de l'EFG Bank AG Shanghai Representative Office à Shanghai est limité aux activités à but non lucratif, y compris la liaison, les études de marché et le conseil.

**Portugal :** La succursale portugaise d'EFG Bank (Luxembourg) S.A. est immatriculée auprès de la Commission portugaise du marché des valeurs mobilières sous le numéro 393 et auprès de la Banque du Portugal sous le numéro 280. Numéro de contribuable et d'immatriculation commerciale : 980649439. Siège social : Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto - 1250-140 Lisbonne, Portugal.

**Singapour :** La succursale de Singapour d'EFG Bank AG (UEN n° T03FC6371) est agréée par l'Autorité monétaire de Singapour en tant que banque de gros pour exercer toute activité bancaire et est un Conseiller financier exempté au sens du *Financial Advisers Act* et un Établissement agréé de services de marchés des capitaux exempté, tel que défini dans le Securities and Futures Act.

**Suisse :** EFG Bank AG, Zurich, y compris ses succursales de Genève et de Lugano, est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA). Siège social : EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Suisse. Succursales suisses : EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Genève 2 et EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

**Royaume-Uni :** EFG Private Bank Limited est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority, immatriculée sous le n° 144036. EFG Private Bank Limited est membre de la Bourse de Londres. N° d'immatriculation de société 2321802 Siège social : EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, Londres W1J 5JB, Royaume-Uni, téléphone +44 (0)20 7491 9111. En ce qui concerne EFG Asset Management (UK) Limited, veuillez prendre note de la divulgation du statut ci-dessus.

**États-Unis :** EFG Asset Management (UK) Limited est une société affiliée d'EFG Capital, un courtier-négociant inscrit à l'U.S. Securities and Exchange Commission (« SEC ») et membre de la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») et de la Securities Investor Protection Corporation (« SIPC »). Aucune autorité parmi la SEC, la FINRA ou la SIPC n'a validé le présent document ou les services et produits fournis par EFG Capital ou sa société affiliée basée aux États-Unis, EFGAM Americas. EFGAM Americas est immatriculée auprès de la SEC en tant que conseiller en placement. Les produits de valeurs mobilières et les services de courtage sont fournis par EFG Capital, et les services de gestion d'actifs sont assurés par EFGAM Americas. EFG Capital et EFGAM Americas sont affiliées en propriété commune et peuvent gérer un personnel mutuellement lié. Le présent document n'est pas destiné à être distribué à des personnes américaines ou pour le compte de personnes américaines, exception faite des personnes qui sont « acquéreurs admissibles » (au sens du *United States Investment Company Act* de 1940, tel que modifié, (« *Investment Company Act* »)) et des « investisseurs agréés » (au sens de la règle 501 a) du *Securities Act*). Tout titre mentionné au présent document ne sera pas enregistré en vertu du *Securities Act* ou admissible en vertu de textes de loi sur les valeurs mobilières des états applicables. Tout fonds mentionné au présent document ne sera pas enregistré en tant que société d'investissement en vertu de l'*Investment Company Act*. Les analystes situés hors des États-Unis sont employés par des sociétés affiliées non américaines qui ne sont pas soumises aux réglementations de la FINRA.