

Evolution & perspectives

La bride se resserre

2021 a été l'année du rebond économique. Dans un contexte de regain de volatilité, les taux sont restés calmes. Ils n'ont que peu progressé, malgré une croissance robuste et une inflation élevée. Même aux Etats-Unis, le taux à 10 ans du Trésor s'est redressé de moins de 60 points de base. Si cette faiblesse s'explique, en partie, par des forces structurelles, les interventions des banques centrales ont maintenu les taux au plancher. 2022 sera l'année de la transition des politiques monétaires vers moins de tolérance. Elles resteront expansionnistes mais sortiront progressivement du non-conventionnel. La Fed réduit le rythme de ses achats d'actifs depuis novembre 2021. Il atteint USD 90 mias en décembre et se réduit à USD 60 mias par mois en janvier 2022, la moitié du programme mensuel de début d'année 2021. A ce rythme, le processus prendrait fin mi-avril et elle pourrait procéder à deux hausses de taux en 2022. De son côté, la BCE a également entamé la normalisation de sa politique monétaire. Elle restera accommodante – pour stabiliser l'inflation autour de sa cible de 2% à moyen terme – mais dès à présent, la BCE réduit aussi le volume de ses interventions. Elle sortira de l'exceptionnel introduit en 2020 l'an prochain ; le programme mis en place dans le cadre de la pandémie, le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) prendra fin en avril 2022 et le programme préexistant, l'APP (*Asset Purchase Programme*), prendra le relais, mais à un rythme plus modéré de € 40 mias au 2^{ème} trimestre à € 20 mia en fin d'année. En revanche, pas de hausse anticipée de taux directeurs à l'horizon en Europe. Du côté de la BNS, aucun changement en vue, elle a décidé en décembre de poursuivre sa politique expansionniste. Elle maintient son taux directeur à -0.75% et continuera d'intervenir, au besoin, sur le marché des changes.

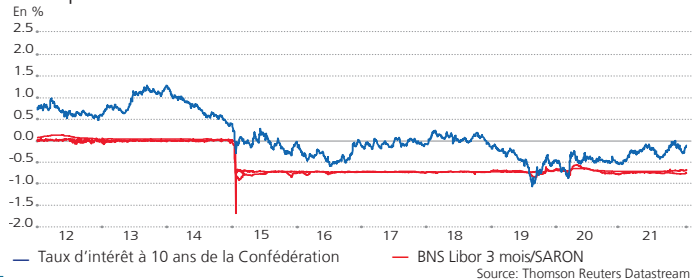
L'année 2021 a été marquée par le retour de l'inflation après plus d'une décennie de désinflation, d'inflation faible voire de déflation. Les garantes de la stabilité des prix se sont longtemps inquiétées de l'atonie des prix à la consommation. Si l'inflation trop élevée est de nature à alarmer les banques centrales, une inflation insuffisante n'est pas souhaitable pour autant. En 2021, c'est l'insuffisance de l'offre – freinée par la persistance de la pandémie, les désorganisations logistiques et les pénuries de certains intrants (comme les semiconducteurs) – dans un contexte de reprise vigoureuse et de tensions sur les prix de l'énergie qui a conduit à une accélération des prix. Mais la progression des salaires reste contenue, à quelques exceptions. Sans spirale inflation-salaire (effet de second rang), l'inflation devrait ralentir, d'autant que les entreprises investissent massivement en capacités de production et en recherche et développement, source d'innovation et de gains de productivité susceptibles de compenser d'éventuelles hausses de salaires.

En Suisse, l'indice des prix à la consommation a reculé de 0.1% en décembre, par rapport au mois précédent. En revanche, en comparaison annuelle, l'inflation reste à 1.5%, toujours soutenue par des effets statistiques et les oscillations des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente ne dépasse pas 0.8%. L'inflation moyenne pour 2021 atteint 0.6% et

les anticipations d'inflation, tant à court terme que sur un horizon de moyen à long terme, demeurent dans une plage de stabilité des prix.

Du côté des changes, le franc suisse a poursuivi son appréciation en décembre, franchissant la barre des EUR/CHF 1.04, et se rapproche de 1.03, un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis 2015. Les interventions de la BNS sur le marché des changes ont été peu entretenues en 2021 et la tendance actuelle est en ligne avec les forces fondamentales d'appréciation de la devise helvétique sur le long terme, au premier rang desquelles l'excès d'épargne accumulée par l'économie suisse.

Principaux taux d'intérêt



Perspectives de la courbe des taux d'intérêt et des taux hypothécaires

En 2021, les taux longs ont quitté les plus bas historiques, mais sans s'envoler. Malgré le début du *tapering*, la reprise et les craintes inflationnistes, les taux d'intérêt terminent l'année sur une hausse modérée. Le resserrement des taux directeurs interviendra, avec prudence, dès 2022 aux Etats-Unis, et plus tard en zone euro et en Suisse. Taux bas et liquidité (toujours mais moins) abondante sont encore en vigueur. **Les taux américains, européens et suisses entameront une pente ascendante mais dans une fourchette toujours basse.** Tous ces éléments ne plaident pas en faveur de changements manifestes de la courbe des taux hypothécaires mais tout au plus des ajustements face aux niveaux les plus bas enregistrés. Ces conditions ne devraient pas perturber la force du franc, même si ce dernier ne peut rester indifférent aux évolutions futures des relations commerciales et financières avec l'Europe et les autres grands pôles (Etats-Unis, Chine). **Le franc fort et les taux bas devraient perdurer au moins dans notre horizon de perspectives.**

Taux d'intérêt 3 mois	31/12/2021	3 mois	12 mois
Suisse	-0.69	-0.75	-0.75
Euro	-0.57	-0.50	-0.40
USA	0.21	0.25	1.25
Taux d'intérêt 10 ans			
Suisse	-0.13	-0.20	0.00
Euro	-0.18	-0.20	0.10
USA	1.50	1.50	2.10

Source: Refinitiv Datastream & BCGE prévisions