

Août 2021

A retenir

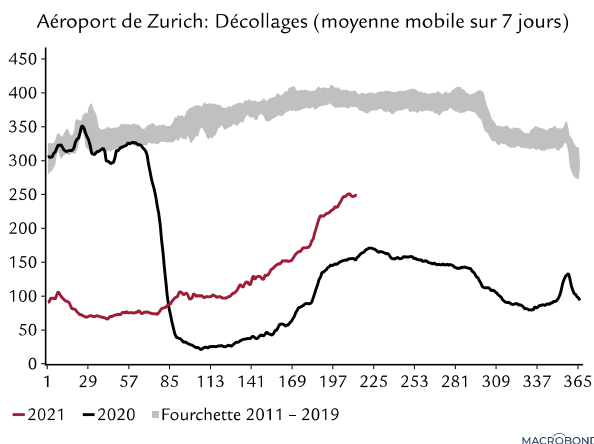
- Les restrictions de voyages internationaux restent en vigueur
- L'inflation aux Etats-Unis sera supérieure à 5% jusqu'à fin 2021
- En Europe, la dynamique conjoncturelle ralentit déjà de nouveau

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2021		Croissance du PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	6,0%	6,6% ↓	3,3%	4,4% ↑	4,3% ↑	3,7% ↑	3,0% ↑	2,8% ↑
Zone euro	4,4%	4,6% ↑	3,3%	4,4%	1,8% ↑	1,9% ↑	1,4% ↑	1,4%
Allemagne	3,2%	3,4% ↑	3,4% ↑	4,3% ↑	2,5% ↑	2,6% ↑	1,4% ↑	1,8% ↑
France	6,0%	5,6% ↑	3,3% ↑	4,0% ↑	1,5% ↑	1,5% ↑	1,4% ↑	1,2%
Royaume-Uni	6,1%	6,8% ↑	4,3%	5,3%	2,0% ↑	1,9% ↑	2,0% ↑	2,4% ↑
Suisse	3,6%	3,6% ↑	2,5%	2,9%	0,5%	0,4%	0,7%	0,5%
Japon	2,4% ↓	2,5% ↓	2,1% ↑	3,0% ↑	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%
Chine	8,3% ↑	8,6%	5,4%	5,6%	1,3%	1,5%	2,3%	2,3%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 juillet 2021

Graphique du mois



A l'an II de la pandémie, les Suisses n'ont qu'une envie, passer leurs congés d'été à l'étranger. L'aéroport de Zurich affiche une hausse du trafic de 60% pour la seconde quinzaine de juillet par rapport à la même période en 2020. D'autres secteurs de l'économie sont déjà revenus aux niveaux pré-crise, mais pas le transport de passagers en Europe. En comparant les chiffres actuels avec les valeurs depuis 2011, on constate que le trafic aérien au départ de Zurich est inférieur de plus d'un tiers à la plus faible année avant l'éclatement de la pandémie.

Etats-Unis

La taxe d'inflation en action

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,6%
2022 : 3,3%	2022 : 4,4%

L'inflation anime toujours les marchés aux Etats-Unis. Un investisseur américain ayant investi en 2020 dans un T-Bond à un an a perdu plus de 5% en termes réels sur ce placement réputé sûr. Avec cette « taxe d'inflation », les investisseurs obligataires financent indirectement la généreuse politique budgétaire américaine. Les consommateurs américains affichent un moral étonnamment sombre et sont également mis à contribution. Selon l'enquête de l'université du Michigan, les prix plus élevés de l'immobilier et des biens durables sont au cœur des récriminations. Les salaires ayant en parallèle augmenté et d'importantes économies ayant été réalisées pendant la pandémie, la consommation devrait rester intacte, mais s'orienter davantage vers les services. La hausse des prix est à l'origine du ralentissement dans l'immobilier. Les chiffres d'activité du secteur et le moral des constructeurs sont tous deux en berne. Avec le déferlement du variant Delta et la vaccination qui piétine, nombre de nos concurrents ont tempéré leur optimisme. Pour la première fois depuis octobre 2020, la prévision du consensus quant à la croissance du PIB en 2021 est en repli, comblant ainsi quelque peu la marge par rapport à notre estimation prudente. Inflation, pandémie et plan d'infrastructures embourbé : ce trio contrarie même Joe Biden, dont la cote a récemment chuté à 50% d'opinion positive selon l'enquête Gallup, un niveau historiquement bas.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,3%	2021 : 3,7%
2022 : 3,0%	2022 : 2,8%

Bond surprise de l'inflation à 5,4% en juin, toujours sur fond d'effets temporaires comme les prix excessifs des véhicules d'occasion et de location, ou encore des billets d'avion, très prisés suite à la réouverture de l'économie. Mais l'inflation s'étend de plus en plus aux prix des services et aux loyers. Nous attendons donc un taux d'inflation supérieur à 5% jusqu'à fin 2021, avant que les effets temporaires s'estompent et que le calme revienne en force.

Zone euro

La politique à la une

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,4%	2021 : 4,6%
2022 : 3,3%	2022 : 4,4%

En Europe, l'essoufflement de la vaccination et la propagation du variant Delta sont accueillis différemment selon les pays. Alors que la France et l'Italie ont adopté des mesures d'obligation vaccinale pour le personnel soignant, l'Allemagne réagit par un assouplissement hésitant des mesures de restriction. Contrairement à l'Allemagne, la sévérité de ces mesures est au plus bas depuis mai 2020 en Estonie, en Slovénie, à Chypre et en France, selon l'indicateur de l'Université d'Oxford. Dans la zone euro, les déplacements internationaux seront restreints plus longtemps que les voyages intérieurs. Notons une nouvelle embellie du moral des ménages récemment, portée notamment par la baisse du chômage. Le moral des industriels, en forte hausse depuis le début de l'année, semble avoir déjà passé son zénith. A l'instar des précédents plans de relance, le fonds dédié de l'UE ne produira ses effets sur l'économie réelle qu'en décalé. Ces fonds à l'effet procyclique au final devraient stimuler la croissance dans les pays méridionaux dans les prochaines années. Ils sont conditionnés à des réformes, dont celle du système judiciaire en Italie, et celle des retraites en Espagne, à l'ordre du jour du 2^e semestre 2021. Ces prochains mois, la politique devrait donc faire les gros titres même hors d'Allemagne.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,8%	2021 : 1,9%
2022 : 1,4%	2022 : 1,4%

La fourchette de l'inflation dans la zone euro s'étend actuellement de -0,6% au Portugal à 3,7% en Estonie. Cet été, elle devrait refluer dans la plupart des pays en raison des effets de base de 2020, avant de remonter à environ 2,5% jusqu'au 4^e trimestre 2021. Dans notre scénario de référence jusqu'en 2024, nous estimons que le taux d'inflation de la région va tutoyer 1,5%.

Allemagne

Des perspectives assombries

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,2%	2021 : 3,4%
2022 : 3,4%	2022 : 4,3%

Contrairement à leurs homologues français et italiens, les responsables allemands rechignent pour l'heure à prendre des mesures qui reviendraient à une vaccination obligatoire. Avec l'essoufflement de la campagne de vaccination de ce côté du Rhin également, d'autres restrictions de déplacement se profilent pour stopper la vague Delta. Toutefois, l'évolution observée aux Pays-Bas et au Royaume-Uni laisse entrevoir des dégâts économiques limités, même avec la hausse du nombre de cas. Néanmoins, selon l'indice du climat des affaires de l'institut ifo, le moral des entreprises s'assombrit déjà suite aux difficultés de livraison. Seul le secteur de la construction fait état d'une nouvelle amélioration de ses perspectives. Depuis quatre mois, les prévisions d'évolution des affaires de l'industrie manufacturière sont en repli, notamment du fait de la dégradation des perspectives de commandes de l'étranger. Globalement, l'exploitation des capacités industrielles reste toutefois nettement supérieure à la moyenne à long terme. L'impact des inondations des dernières semaines sur l'évolution de la conjoncture reste incertain, tout comme leur incidence sur les élections fédérales de septembre. A moyen et long terme, d'importants investissements de remplacement et dépenses supplémentaires devraient être consentis pour se protéger contre de telles intempéries.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,6%
2022 : 1,4%	2022 : 1,8%

Voilà un siècle, les premiers signes de l'hyperinflation poignaient à l'horizon. Le souvenir de cette catastrophe explique pourquoi l'Allemagne surveille comme le lait sur le feu la récente hausse de l'inflation. Et le sujet devrait gagner en intérêt d'ici novembre, avec une hausse prévue de 2,1% actuellement à 3,5%. Toutefois, nous sommes de ceux qui considèrent cette hausse comme temporaire, et l'inflation devrait repasser sous 1,5% dès le 1^{er} trimestre 2022.

France

Le monde politique au défi

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 5,6%
2022 : 3,3%	2022 : 4,0%

La levée des restrictions a largement profité à la conjoncture française. Malheureusement, la publication de la première estimation du PIB interviendra peu après la clôture de la rédaction de ce document. Nous prévoyons une croissance de 1,3% par rapport au trimestre précédent. La médiane des prévisions parmi les 28 instituts interrogés par l'agence de presse Bloomberg est bien plus prudente (0,8%). S'agissant de la croissance du PIB toutefois, les réponses allaient de 0,3% à 1,6%, une fourchette traduisant l'incertitude des analystes en cette ère pandémique. Comme en Suisse (voir page 1), l'activité de voyages internationaux repart, mais il subsiste un écart colossal par rapport aux valeurs de la période jusqu'en 2019. Le retour des voyageurs des grands marchés asiatiques n'est pas pour demain, et on peut également tabler sur un recul structurel de la demande pour les voyages d'affaires. L'essoufflement de la campagne de vaccination en France a poussé l'exécutif à des mesures drastiques, avec notamment la vaccination obligatoire pour le personnel soignant. L'annonce a eu un effet immédiat, la disposition au vaccin faisant un bond spectaculaire. Mais le risque d'une nouvelle fronde après la pause estivale demeure considérable pour Emmanuel Macron.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,5%
2022 : 1,4%	2022 : 1,2%

En France aussi, l'inflation a fortement augmenté dernièrement, atteignant un taux de 1,9% pour juin. Les effets de base de 2020 laissent envisager un net ralentissement de l'inflation ces prochains mois, avant de s'établir à nouveau à 2%, voire légèrement au-dessus, vers la fin 2021. Hormis pour le prix de l'essence, l'inflation a jusqu'ici été reléguée au second plan du débat public en France.

Royaume-Uni

Un pays en auto-isolement?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,1%	2021 : 6,8%
2022 : 4,3%	2022 : 5,3%

Ces derniers temps, l'auto-isolement lié au Brexit semble moins émouvoir les entreprises britanniques. C'est davantage la *pingdemic*, contraignant un grand nombre de salariés à s'isoler après avoir été notifiés comme cas contact via une application, qui pose problème. Le phénomène a été érigé en menace pour l'économie britannique et modèle possible pour d'autres pays. Deux raisons plaident en défaveur du dernier point. Primo, ce type d'application est bien moins répandu en Europe continentale. Secundo, les règles d'isolement sont particulièrement strictes outre-Manche, et un assouplissement est prévu. A compter du 16 août, les adultes et adolescents entièrement vaccinés ne devront s'isoler qu'en cas de test positif au Covid-19. De plus, pour les professions essentielles qui ne peuvent pas télétravailler (pompiers ou garde-frontières), un régime quotidien de tests remplacera l'isolement préventif. Avec la baisse rapide du nombre de cas, cette épidémie particulière devrait être neutralisée dès le mois d'août. Toutefois, l'incertitude règne quant à des dégâts sensibles causés à la conjoncture en juillet. D'après les données de Google, la mobilité pour les loisirs a même augmenté en juillet, et la mobilité domicile-travail n'a pas reculé plus fortement que le modèle estival le laissait présumer. Seul le repli du PMI des services indique une certaine dégradation, certes temporaire, du climat des affaires en juillet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,0%	2021 : 1,9%
2022 : 2,0%	2022 : 2,4%

Après une nouvelle surprise d'inflation en juin, nous relevons notre prévision pour l'année 2021 de 1,7% à 2,0%. Là encore, les biens et services profitant de la réouverture de l'économie ont alimenté le renchérissement. Nous attendons un pic à près de 3% lors du semestre hivernal, avant un redoux à partir d'avril 2022.

Suisse

Une dynamique ralentie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,6%	2021 : 3,6%
2022 : 2,5%	2022 : 2,9%

Même avant la publication de la première estimation officielle du PIB pour le 2^e trimestre, les nouvelles données en temps réel permettent une estimation plus fiable qu'au cours des années précédant la pandémie. L'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO a augmenté en moyenne d'environ 1,7% par rapport au 1^{er} trimestre. Les recettes de licences de l'UEFA, organisatrice du Championnat d'Europe de football devraient avoir légèrement favorisé le PIB au 2^e trimestre. Nous tablons donc sur une croissance approchant 2% par rapport au 1^{er} trimestre. Le «Nowcast» du Centre de recherches conjoncturelles KOF fait même état de 4%. A l'exception du trafic international des voyageurs (voir graphique en page 1), les mesures de restriction restantes n'affectent qu'à la marge le commerce des biens et des services. Les dépenses de consommation des ménages devraient temporairement cibler fortement les services, car le besoin de rattrapage dans ce secteur au bout de 18 mois devrait être plus important que pour l'achat de biens de consommation durables. Selon nous, la reprise va se poursuivre à un rythme sensiblement plus lent. La récente baisse de moral des entreprises des principaux marchés exportateurs et l'estompement progressif du soutien des politiques monétaire et budgétaire expliquent notre prévision comparativement prudente pour l'année à venir.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,4%
2022 : 0,7%	2022 : 0,5%

En Suisse, la hausse de l'inflation soulève bien moins les passions qu'aux Etats-Unis ou en Allemagne. Après quatre phases déflationnistes depuis 2008, on peut aujourd'hui envisager une période où l'inflation se situera dans la fourchette visée par la BNS, soit de 0% à 2%. Les intempéries de juillet devraient faire grimper le prix des fruits et légumes, alimentant une nouvelle pression sur les prix ces prochains mois.

Japon Le pari olympique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,5%
2022 : 2,1%	2022 : 3,0%

Résistant à la pression constante de l'opinion publique, le gouvernement nippon a inauguré les Jeux olympiques de Tokyo avec un an de retard comme prévu. Un pari tant politique qu'épidémiologique non négligeable. Primo, une élection à la chambre basse, au plus tard le 22 octobre 2021, attend un gouvernement aux prises avec une cote de popularité déplorable, à 34% d'opinion favorable. Concentrant les critiques sur sa gestion de l'épidémie, le gouvernement conduit par Yoshihide Suga a essuyé une volée de bois vert pour son obstination à maintenir les Jeux. Secundo, l'ouverture de l'olympiade intervient au beau milieu d'une nouvelle vague du Covid-19 qui peut certes paraître anodine au niveau international, mais qui touche une population japonaise affichant un faible 26% de vaccinés à la clôture de la rédaction. Au vu des faibles capacités hospitalières pour les patients covid, la pression pour des mesures allant au-delà de la simple déclaration de l'état d'urgence régional monte, d'autant que la mobilité de la population a récemment augmenté selon les données de Google. Sans surprise, les enquêtes ne témoignent d'aucune fièvre olympique : le PMI des services est tombé à 46,4 points, signant un 18^e mois d'affilée en territoire négatif, la bascule étant à 50 points. Phare au milieu du marasme, le cycle d'investissement reste intact selon la dernière enquête Tankan.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,0%	2021 : 0,0%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

Comme prévu, l'inflation des prix à la consommation dans l'archipel est en territoire positif en juin (0,2%), après huit mois de déflation. A l'instar d'autres pays, les prix des biens sont en nette hausse (1,0% par rapport à l'année précédente), mais l'inflation dans le tertiaire reste négative, imputable à une baisse des prix des télécommunications. C'est aussi le reflet de la hausse anémique des salaires ces deux dernières années.

Chine Le tour de vis

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,3%	2021 : 8,6%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

Récemment prises d'une fièvre réglementaire, les autorités chinoises ont effrayé les investisseurs du monde entier, entraînant la vente massive d'actions chinoises. Ces mesures vont de la suppression forcée d'applications des géants du numérique à des restrictions pour les structures d'enseignement privé et les services de livraison de repas, en passant par des limitations pour la cotation d'entreprises chinoises sur des bourses étrangères. A moyen terme, cette stratégie présente des risques considérables. Les dirigeants communistes envoient un signal clair au secteur privé : la politique prime et peut changer les règles du jeu à tout moment, avec une incidence potentiellement négative sur les « esprits animaux » des entrepreneurs. De plus, le découplage vis-à-vis du monde occidental en termes de capitaux sera encouragé, ce qui réduira les transferts internationaux de connaissances. L'effet immédiat sur la conjoncture devrait toutefois être limité, les sociétés chinoises parvenant généralement facilement à se financer sur leur territoire. De plus, début juillet, la banque centrale a assoupli les conditions de financement, abaissant de 50 pb le taux de réserves obligatoires des banques. C'est aussi une réaction au ralentissement de la croissance qui a touché l'économie nationale et qui devrait se poursuivre au 2^e semestre. Nous sommes tout à fait à l'aise avec nos prévisions prudentes, légèrement en deçà du consensus, pour la croissance chinoise en 2021 et 2022.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,3%	2021 : 1,5%
2022 : 2,3%	2022 : 2,3%

Comme prévu, l'inflation des prix à la production a réussi à inverser la tendance avant de retomber en dessous de la barre des 8% en juin. L'inflation des prix à la consommation a toutefois surpris par sa baisse. En juin, elle ne s'est chiffrée qu'à 1,1%, induite par une inflation plus faible des prix des denrées alimentaires (viande de porc en particulier). Nous tablons sur une normalisation de l'inflation des prix à la consommation légèrement supérieure à 2% d'ici la fin de l'année.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

Août 2021

Taux d'intérêt et obligations

Les yeux sont rivés sur l'inflation et l'emploi américains

Etats-Unis

- La courbe des taux américains s'est encore aplatie en juillet, et les rendements réels des T-Bonds à 10 ans retrouvent des creux historiques (-1,1%).
- La Fed souhaite voir l'emploi progresser avant de ralentir ses rachats d'emprunts, et juge largement temporaire la dynamique inflationniste actuelle.

Zone euro

- Les rendements des emprunts d'Etat européens ont imité les américains à la baisse et les courbes se sont aplaties : sur les Bunds à 30 ans, le repli est de 25 pb en glissement mensuel.
- Un discours apaisant de la BCE a suivi sa dernière réunion et sa révision de stratégie. Le soutien de la politique perdurera jusqu'à atteindre durablement son nouvel objectif symétrique de 2%.

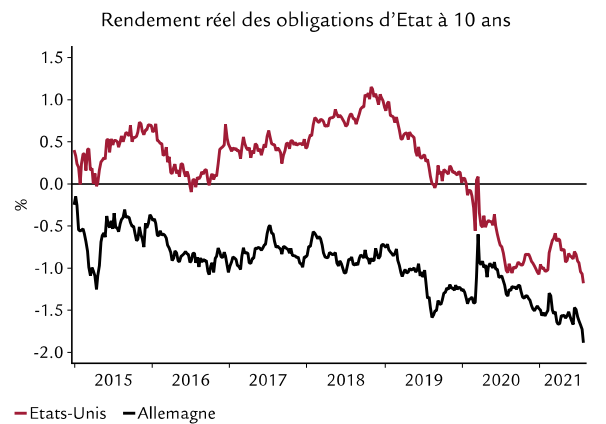
Royaume-Uni

- Les rendements des Gilts ont eux aussi affiché des baisses et un net aplatissage de courbe en juillet, les titres à 10 ans cédant environ 16 pb.
- Le marché bruisse de nouvelles rumeurs voulant que la Banque d'Angleterre se montre plus offensive.

Suisse

- Net repli des rendements des obligations d'Etat suisses en juillet : celles à échéance plus longues ont surperformé, et la courbe s'est encore aplatie.
- Les dépôts à vue sont en légère hausse à 712 mia. CHF, et le franc a rebondi. Fait inédit depuis février, la paire EUR/CHF est passée sous 1,08. Avec une inflation inférieure aux prévisions en juin (0,6%), la BNS devrait maintenir sa politique accommodante.

Creux historique des rendements réels



Ces deux derniers mois, les rendements nominaux des obligations d'Etat ont chuté, mais les raisons diffèrent : en juin, la prévision d'inflation a chuté après la réunion du FOMC, alors qu'en juillet, la baisse des rendements réels est à blâmer. Les marchés anticipent sûrement un fléchissement conjoncturel à cause de la vague Delta. Même si un confinement semble improbable sur les marchés développés, des restrictions de déplacement ciblées pourraient peser sur la croissance. Les marchés émergents sont plus exposés vu leur faible vaccination. Faible creusement des écarts de crédit, sûrement car ce ralentissement justifie le maintien d'une relance monétaire. L'inflation américaine continue de surprendre à la hausse, un phénomène que la Fed juge transitoire. Elle commencera à réduire la voilure une fois le marché de l'emploi plus stable. Ce dernier a peut-être atteint un stade critique, car davantage de personnes pourraient choisir d'y entrer, les généreuses allocations chômage expirant en septembre. Si l'inflation reste élevée alors que l'emploi américain surprend à la hausse, les marchés pourraient anticiper un retrait plus rapide des mesures de relance. Les rendements réels historiquement bas ne concordent pas avec le contexte macroéconomique propice, et nous maintenons notre biais court en duration. Nous sommes neutres sur le risque de crédit, les valorisations étant élevées, et les données techniques devraient rester favorables.

Actions

Le variant Delta anime la volatilité

Etats-Unis

- Vers mi-juillet, les investisseurs ont commencé à douter de la reprise post-covid, entraînant une baisse des rendements des obligations et un revers pour le marché des actions.
- Les annonces déterminées de la Fed assurant une politique monétaire favorable plus longtemps ont fait leur effet, à savoir un rebond alimenté également par de solides annonces de bénéfices et de bonnes perspectives des entreprises.
- Bien que rien n'ait changé sur le fond et que le marché américain des actions reste cher en termes absolus, le soutien de la Fed et les bons résultats le portent encore.

Zone euro

- Nouvel essoufflement des marchés des actions de l'UEM en juillet, même si les économies de la zone euro livrent plus de bonnes surprises qu'outre-Atlantique.
- Le fort rebond épidémique dû au variant Delta et l'incertitude politique en France et en Allemagne ont terni le moral des investisseurs, temporairement du moins.
- Néanmoins, les fondamentaux économiques et de marché restent favorables à la région, et l'apaisant signal récemment envoyé par la BCE ouvre la voie à la reprise.

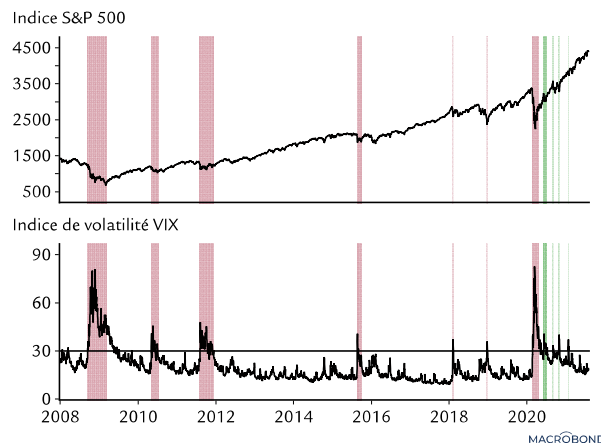
Royaume-Uni

- Un marché britannique en retrait du marché mondial en juillet. Le rebond épidémique a certainement pesé. Autre facteur négatif, la tension croissante entre Londres et Bruxelles quant aux contrôles douaniers en Irlande du Nord, le risque de riposte commerciale de l'UE augmentant.
- A court terme, le marché britannique devrait continuer à sous-performer.

Suisse

- La performance du marché suisse des actions a imité le mondial en juillet.
- Belle tenue des petites et moyennes capitalisations, avec une meilleure conjoncture globale.

Vendre aux pics de volatilité ? Non, saisissez l'aubaine !



La correction d'un marché des actions s'accompagne d'une nette hausse de la volatilité implicite, qui est le niveau de volatilité utilisé par les traders, et donc par le marché, pour fixer le prix des instruments comme les options, et donc du risque. Les investisseurs scrutent souvent les pics de volatilité implicite pour détecter une situation de marché dangereuse et donc réduire le risque. Une stratégie gagnante par le passé : après une forte correction, les marchés restent dans le dur un moment (voir zones rouges dans le graphique ci-dessus). Plus récemment toutefois, les interventions rapides et massives des banques centrales ont semble-t-il réduit l'utilité de cet indicateur, car les investisseurs anticipent ce mouvement et le soutien au marché en achetant souvent à la baisse. Comme l'indique le graphique (zones vertes), les marchés ont très vite rebondi après de récents pics de volatilité, au grand dam des investisseurs recourant à cet indicateur pour limiter leur exposition en actions.

Cela veut-il dire qu'il n'y aura plus de forte correction ? Non. Dès que les investisseurs doutent de l'impact positif immédiat de l'assouplissement monétaire sur le marché des actions, le sentiment change, et l'indicateur retrouve son intérêt. Cela peut se produire s'ils se concentrent à nouveau sur l'incidence de la politique monétaire. Dans l'intervalle toutefois, il faut se garder de trop se fier aux pics de volatilité pour l'allocation d'actions.

Devises

En attendant le retour au calme

Etats-Unis

- Après une phase initiale de vigueur vu l'aversion au risque des investisseurs, le billet vert a faibli fin juillet suite à une réunion d'un FOMC plus accommodant qu'attendu, et un médiocre PIB américain au 2^e trimestre.
- Malgré l'assurance d'une réévaluation de prévisions de croissance trop optimistes, la chute continue des rendements des T-Bonds à 10 ans en juillet est pour nous allée trop loin. Ils devraient rebondir, préservant le carry américain face aux autres marchés développés.
- Ainsi, le billet vert devrait conserver son soutien fondamental au 2^e semestre, même si nous optons pour une position tactiquement neutre pour août.

Zone euro

- La BCE est restée très souple dans sa réunion de juillet, mais la bonne surprise est venue du moral et des dernières données d'inflation en zone euro, profitant à l'EUR face à l'USD lors de la dernière semaine du mois.
- Alors que la dynamique devrait rester positive au 3^e trimestre, nous sommes plus prudents que le consensus pour la croissance en 2022, notamment avec l'estompement du soutien budgétaire. La BCE va donc rester engluée dans sa politique monétaire ultra-expansionniste, un mauvais augure pour l'EUR face à l'USD à moyen terme.

Royaume-Uni

- Surperformance surprise de la GBP, les marchés se préoccupant du rebond des contaminations et maintenant leur attente quant aux hausses de taux directeur de la Banque d'Angleterre (voir graphique).
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

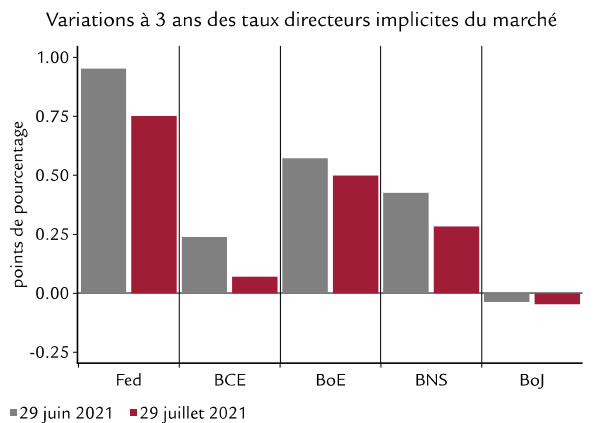
Suisse

- Valeur refuge prisée, le CHF a gagné près de 2% face à l'EUR en juillet.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF, car les investisseurs devraient rester prudents en août.

Japon

- A l'instar du CHF, le JPY a été recherché par les investisseurs en juillet.
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire USD/JPY.

La Fed attendue au tournant malgré la réévaluation




MACROBOND

Une certaine réévaluation des risques économiques à noter en juillet. Au 2^e trimestre, l'avancée rapide de la vaccination et la réouverture des économies a donné lieu à un optimisme – exagéré selon nous – quant à la croissance, notamment aux Etats-Unis. En effet, le consensus a récemment revu à la baisse sa prévision pour le PIB américain en 2021, une première depuis octobre 2020. Le rebond épidémique outre-Manche a lui rappelé aux investisseurs que la pandémie n'était pas finie. De plus, la fièvre réglementaire des autorités et la vente massive d'actions chinoises envoient un message clair : la Chine ne prendra pas le relais de moteur de la croissance mondiale si l'américaine se dégrade bien plus que prévu. Humeur maussade et marchés agités pour les actifs risqués, portant les valeurs refuges que sont le CHF, le JPY et l'USD, ont marqué les 20 premiers jours de juillet. Le moral s'est quelque peu éclairci en fin de mois, grâce à la position de la Fed plus souple qu'attendu au sortir de sa réunion. Les marchés ont ainsi écarté une hausse de 25 pb du taux directeur ces trois prochaines années, plus que pour toute autre banque centrale majeure (voir graphique), affaiblissant l'USD en fin de mois. Le CHF est toutefois resté prisé sur le mois, signe clair que les marchés n'ont pas retrouvé tout leur appétit au risque. En août, nous adopterons une position neutre sur tous les principaux taux de change, car l'impact économique de la vague Delta est incertain et les investisseurs devraient rester attentistes. Une fois le calme revenu, l'USD devrait repartir à la hausse, les perspectives pour l'économie américaine et le resserrement monétaire restant intactes.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
 @MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.