

Octobre 2020

A retenir

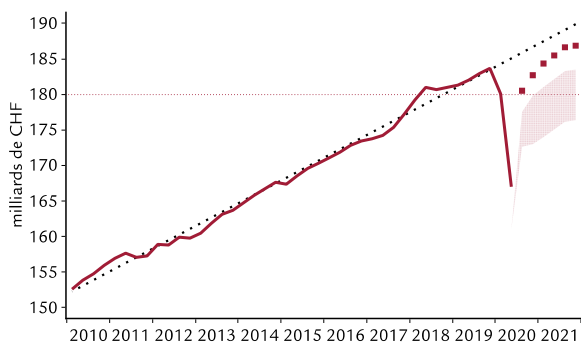
- Relèvement significatif des prévisions du consensus concernant la croissance des Etats-Unis et de la Suisse.
- La fin d'une partie des mesures de relance va modérer la reprise économique au Royaume-Uni et ailleurs.
- Le nouveau Premier ministre japonais devrait continuer à peu près la politique économique de Shinzo Abe.

Prévisions comparées

	PIB 2020		PIB 2021		Inflation 2020		Inflation 2021	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	-3,5% ↑	-4,4% ↑	4,0%	3,8% ↓	1,2%	1,1% ↑	1,9% ↑	1,9% ↑
Zone euro	-6,6% ↓	-7,7% ↑	5,3%	5,5% ↓	0,4% ↓	0,4%	1,1% ↓	1,0% ↓
Allemagne	-5,0% ↓	-5,7% ↑	4,1% ↑	4,6% ↓	0,6%	0,5%	1,6%	1,5% ↓
France	-8,0%	-9,5% ↑	7,2% ↓	6,9% ↓	0,6% ↓	0,5%	1,2% ↓	1,0%
Royaume-Uni	-8,9% ↓	10,1% ↓	7,4% ↑	6,5% ↑	0,8% ↓	0,8% ↑	1,5% ↓	1,5% ↑
Suisse	-3,8%	-5,1% ↑	4,4%	4,1% ↓	-0,5%	-0,7%	0,6%	0,2%
Japon	-4,8% ↓	-5,6% ↓	2,6%	2,6% ↑	0,1% ↓	-0,1%	0,2%	0,1% ↓
Chine	2,5% ↑	2,2% ↑	7,4% ↓	7,9% ↑	2,7%	2,8% ↑	1,9%	2,0%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 14.09.2020

Graphique du mois



■ Suisse : PIB réel et scénarios de Swiss Life Asset Managers
 ··· Croissance tendancielle 2010 – 2019 (puis extrapolation)
 ■ Marge de fluctuation des scénarios

MACROBOND

L'économie mondiale va mieux qu'en mai. Aux Etats-Unis et en Suisse, le « pic de pessimisme » est indéniablement passé : les prévisions de croissance du consensus pour 2020 sont en hausse et l'écart avec nos projections se réduit ce mois-ci. Il devient de plus en plus évident que la Suisse se tire plutôt bien de la crise du Covid-19. La récession aura toutefois des répercussions durables et nous tenons à préciser que même le PIB suisse ne devrait retrouver son niveau d'avant-crise qu'au quatrième trimestre 2021. Selon notre scénario de base, il devrait chuter à trois points de pourcentage en dessous de sa tendance sous-jacente de 2010 à 2019. Bienvenue dans « l'économie à 97% » !

Etats-Unis

Préparation en vue de l'élection

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,5%	2020 : -4,4%
2021 : 4,0%	2021 : 3,8%

Les derniers chiffres confirment une nette reprise de l'économie au troisième trimestre, comme l'attendaient nos estimations supérieures au consensus. Le taux de chômage a spectaculairement chuté, de 10,2% à 8,4%. Nous pensons que la hausse de l'emploi compensera l'effet négatif sur la consommation du recul des allocations de chômage. Sur ce plan, si les ordres du président ont évité le « mur budgétaire », une solution permanente, sous la forme d'un deuxième plan de relance, s'impose. Le Congrès n'a pas avancé sur la question à ce jour et nous n'attendons un compromis qu'après les élections. A ce sujet, une seule certitude émane des sondages : les démocrates devraient garder le contrôle de la Chambre des représentants. Si Donald Trump est réélu, sa marge de manœuvre restera donc limitée, d'où une continuité de la politique économique. Il en irait de même si Joe Biden était président face à un Sénat républicain. Le seul facteur susceptible de vraiment changer la donne serait un raz-de-marée démocrate, qui assurerait au président Biden le soutien intégral du Congrès. Nous pourrions alors relever nos prévisions de croissance du PIB pour 2021, les dépenses budgétaires prévues dans un premier temps devant compenser les effets négatifs du programme fiscal de Joe Biden. Le seul résultat vraiment inquiétant serait "l'absence de résultat", une contestation houleuse et persistante de l'issue de la course à la présidence.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,1%
2021 : 1,9%	2021 : 1,9%

La normalisation des prix à la consommation a continué en août après la chute due à la crise, entre mars et juin. Elle a toutefois ralenti, comme les statistiques économiques, et les taux d'inflation annuels devraient donc se stabiliser prochainement. L'inflation sous-jacente devrait rester autour de 1,7% jusqu'en décembre mais l'inflation totale devrait fléchir légèrement du fait de l'atténuation d'effets de base dans l'énergie d'ici là. Nous pensons qu'elle ne repassera (temporairement) la barre des 2% qu'au deuxième trimestre 2021.

Zone euro

Perception (erronée) de l'inflation

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -6,6%	2020 : -7,7%
2021 : 5,3%	2021 : 5,5%

La recrudescence des cas de Covid-19 dans toute l'Europe se ressent sur l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services de septembre, qui dénote une économie hésitante à la fin du troisième trimestre alors que des données à haute fréquence comme l'indice des déplacements de Google indiquent que l'activité individuelle ne souffrirait pas de mesures de restriction locales et ciblées. Notre scénario de base a toujours intégré une deuxième vague de coronavirus. La reprise économique ne serait vraiment menacée qu'en cas de surchauffe des systèmes de santé européens, qui donnerait lieu à des reconfinements massifs à l'échelle nationale. Malgré les mauvaises nouvelles actuelles, ce scénario négatif reste peu probable selon nous. Toutefois, avec l'expiration progressive des plans de relance d'urgence, la dynamique de reprise devrait s'essouffler au dernier trimestre 2020. Certains emplois – et certaines entreprises – disparaîtront pour de bon au cours des prochains trimestres. Nous pensons que les taux de chômage européens vont encore augmenter, comme s'y attendent aussi les ménages, dont les indices de confiance sont bien en deçà des niveaux d'avant-crise dans tous les pays membres. Un examen attentif des prévisions de croissance 2021 révèle que nous attendons une progression moyenne sous-jacente de l'activité de seulement 0,5% par trimestre l'an prochain.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,4%
2021 : 1,1%	2021 : 1,0%

Un fossé s'est creusé entre les chiffres officiels de l'inflation et la perception du public. D'après l'enquête sur la confiance des consommateurs de la Commission européenne, l'inflation perçue dans l'UEM dépasserait actuellement 6%, pour un chiffre officiel inférieur à 1,8% sur l'ensemble des 19 pays membres en août. Reste à voir si les soutiens monétaire et budgétaire massifs couplés à la surestimation individuelle de l'inflation entraîneront une hausse structurelle des prévisions d'inflation à long terme des agents économiques.

Allemagne Et enfin, le secteur manufacturier

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,0%	2020 : -5,7%
2021 : 4,1%	2021 : 4,6%

Malgré une recrudescence du Covid-19 moins virulente que dans d'autres pays européens, certaines localités allemandes durcissent encore leurs mesures de restriction. Ainsi, Munich, foyer viral, a décrété des mesures de distance physique plus sévères et de nouvelles obligations de port du masque fin septembre. De telles annonces pourraient affecter la reprise au début du quatrième trimestre en altérant la confiance des ménages, encore une fois inférieure aux estimations du consensus pour octobre. L'indice de septembre des directeurs d'achats (PMI) des services a lui aussi déçu en passant sous les 50 points, tant pour les affaires nouvelles que pour les prévisions d'activité. Enfin, les statistiques révèlent que le troisième trimestre aurait moins bien commencé que prévu. La production industrielle de juillet a confirmé ce que le PMI manufacturier avait déjà esquissé : la reprise de l'industrie manufacturière allemande est plus lente qu'ailleurs, avec une production encore inférieure de 12% à son niveau d'avant la crise. L'excellente surprise du PMI manufacturier de septembre, monté à 56,6 points grâce à des nouvelles commandes au plus haut depuis mars 2010 et d'autres indicateurs avancés comme la distance parcourue sur autoroute par les poids lourds laissent espérer une amélioration à l'avenir. Les mauvais chiffres de juillet nous ont toutefois incités à abaisser légèrement nos prévisions de croissance du PIB en 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 0,5%
2021 : 1,6%	2021 : 1,5%

L'indice harmonisé des prix à la consommation d'août a glissé en territoire négatif (-0,1%) pour la première fois depuis 2016. La baisse de TVA décidée en juillet a donc clairement affecté l'inflation totale, proche de 1% au deuxième trimestre, et qui devrait selon nous rester autour de zéro jusqu'en décembre, avant que des effets de base dans l'énergie et le retour au taux de TVA normal ne la portent vers 2% courant 2021.

France Le virus contre-attaque

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,0%	2020 : -9,5%
2021 : 7,2%	2021 : 6,9%

Après le solide rebond de mai-juin, la reprise s'est essouffée au troisième trimestre. La production industrielle a moins progressé qu'attendu en juillet, atteignant 93% de son niveau d'avant la crise. D'après l'indice des directeurs d'achats (PMI), la production manufacturière et les nouvelles commandes n'auraient que faiblement augmenté en août-septembre, et bien moins qu'en Allemagne ou en Italie. Plus préoccupante encore est la chute du PMI des services en dessous des 50 points en septembre. Les affaires nouvelles ont particulièrement ralenti, reflétant peut-être les craintes liées à la récente envolée des cas de Covid-19 très au-dessus des pics d'avril. Dans la zone euro, seule l'Espagne enregistre aujourd'hui plus de nouveaux cas par habitant que la France. Les hospitalisations et admissions en réanimation restent toutefois inférieures de respectivement 6 et 8 fois aux pics précédents, sans doute grâce aux capacités de test accrues et à une population positive plus jeune. Le système de santé n'est donc pas submergé et la stratégie du gouvernement devrait rester inchangée, avec des restrictions locales ciblées pour maîtriser la pandémie, ce qui limite les dommages économiques. De fait, contrairement au PMI des services, l'indice Google des déplacements à des fins d'achats, de loisirs et de travail a poursuivi son lent redressement en septembre, sans dénoter encore un changement des habitudes des particuliers.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 0,5%
2021 : 1,2%	2021 : 1,0%

L'inflation fut très volatile entre juin et août, principalement du fait du décalage des soldes d'été par rapport à 2019. Les prix des vêtements ont ainsi augmenté de 11,6% en juillet mais reculé de 0,8% en août. Nous pensons que l'inflation totale sera moins fluctuante ces prochains mois, pour rester dans une fourchette de 0,3-0,5% jusqu'à la fin de l'année.

Royaume-Uni

Le Brexit en plus des autres maux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,9%	2020 : -10,1%
2021 : 7,4%	2021 : 6,5%

Nous avons toujours pensé que les négociations commerciales avec l'UE pouvaient encore se dégrader avant de laisser prévoir un accord, comme tel fut le cas ces dernières années à toutes les échéances clés du Brexit. Cette fois, le gouvernement a sorti de son chapeau un « projet de loi sur le marché intérieur » officiellement censé protéger les intérêts domestiques britanniques en cas d'échec des négociations européennes mais qui contredit l'accord de retrait signé il y a quelques mois. Il s'agit sans doute d'une tentative de pression supplémentaire sur l'UE dans des négociations qui n'ont pas progressé à ce jour. Nous pensons toujours qu'un accord sur les échanges de biens finira par être trouvé de justesse. Aucune des parties n'a intérêt à dresser des barrières commerciales et, malgré des points délicats comme celui de la pêche, trouver un accord sur les biens sera sans doute plus aisé que résoudre l'épineuse question de l'Irlande du Nord, réglée à la toute dernière minute l'an dernier. Tout compromis ne devrait toutefois survenir que peu avant l'échéance de fin décembre, prolongeant l'incertitude des entreprises déjà en butte à une reprise poussive et ignorant si le plan de sauvegarde des emplois sera prolongé après octobre. Contrairement à la plupart des autres économies développées, le Royaume-Uni n'a pas encore passé son pic de pessimisme. Notons que les prévisions de PIB du consensus et les nôtres pour 2020 ont été revues en baisse chaque mois depuis respectivement mars et décembre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,8%	2019 : 0,8%
2021 : 1,5%	2020 : 1,5%

La baisse de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et le programme de subvention des repas au restaurant se sont ressentis sur l'indice des prix à la consommation d'août, puisque l'inflation totale a chuté de 1,0% à 0,2%. Elle devrait remonter un peu selon nous d'ici à la fin de l'année, avant que le retour au taux de TVA normal ne la fasse bondir au-dessus de 1% début 2021.

Suisse

Le consensus relève ses prévisions

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,8%	2020 : -5,1%
2021 : 4,4%	2021 : 4,1%

Le PIB réel de la Suisse a reculé de 8,2% au deuxième trimestre, exactement comme nous le prévoyions. Les indicateurs à haute fréquence et une évaluation assez précise des effets des mesures de distance physique et de confinement sur les différents secteurs nous ont permis de viser juste malgré le manque de visibilité qui prévalait au début du trimestre. Nous pouvons ainsi maintenir notre estimation de croissance de -3,8% en 2020, inchangée depuis quatre mois. Face à la publication d'indicateurs meilleurs que ne le craignaient la plupart des analystes, le consensus a sensiblement relevé sa projection le mois dernier, de -5,6% à -5,1%. La forte exposition au secteur pharmaceutique, la réouverture relativement précoce de l'économie et des mesures budgétaires ambitieuses contre la récession ont permis à la Suisse de se sortir plutôt bien de la crise du Covid-19. Tous ces facteurs perdurent, la pharmacie bénéficiant d'une demande accrue liée à la recherche de traitements et de vaccins contre le virus. D'éventuelles mesures de reconfinement ciblées face à une deuxième vague de contaminations pourraient modérer temporairement l'activité sur le marché intérieur des services. En parallèle, alors que la vie sociale se normalise peu à peu, des effets durables de la crise apparaissent, et notamment les entrées de commandes déprimées des industries mécaniques et électriques ainsi que des perspectives de hausse du chômage et des faillites en conséquence de la chute de l'activité.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,5%	2020 : -0,7%
2021 : 0,6%	2021 : 0,2%

L'indice annuel des prix à la consommation devrait rester négatif jusqu'à début 2021, lorsque se dissipera l'effet de base de l'extrême faiblesse de prix de l'énergie. Si les hôtels ont pu augmenter leurs tarifs cet été, le recul des prix des importations compense toujours la pression à la hausse des prix des services sur le marché intérieur. Notre prévision d'inflation de 0,6% pour 2021 est la plus élevée des 18 professionnels interrogés par Consensus Economics Inc.

Japon Des Abenomics aux Sukanomics

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,8%	2020 : -5,6%
2021 : 2,6%	2021 : 2,6%

Shinzo Abe a mis un terme, pour raison de santé, au plus long mandat d'un Premier ministre japonais et passé le témoin à Yoshihide Suga, élu le 14 septembre à la tête du parti libéral-démocrate au pouvoir. La politique économique de Shinzo Abe (les « Abenomics ») a joué un rôle majeur pour relancer la croissance et mettre fin à 30 ans de déflation. Après des années de sous-performance économique, le PIB réel par habitant du Japon a progressé de 1,3% par an pendant les Abenomics (2012-2019), deux fois plus qu'en Suisse et davantage qu'en Allemagne ou au Royaume-Uni. Si le bilan de l'inflation peut sembler décevant au vu des prix à la consommation, il faut surtout noter que la capacité des entreprises à augmenter leurs tarifs a augmenté. Le déflateur du PIB, qui intègre également les prix des investissements et du commerce extérieur, s'était effondré de 16% entre 1994 et 2012, date de l'arrivée de Shinzo Abe. Il s'est depuis redressé de 4%, soutenu par une politique monétaire extrêmement accommodante et par des réformes structurelles, grâce auxquelles la croissance des salaires de base a pu repasser dans le vert. Comme l'atteste la réaction bienveillante du marché, le nouveau Premier ministre devrait suivre une politique monétaire et économique similaire à celle de son prédécesseur, avec pour seule altération une légère préférence des « Sukanomics » pour une approche moins macro que micro, c'est-à-dire plus spécifique à chaque secteur d'activité (réforme du secteur bancaire, accélération du numérique, etc.)

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,1%	2020 : -0,1%
2021 : 0,2%	2021 : 0,1%

Juste après la démission de Shinzo Abe fut annoncée la rechute des prix à la consommation dans le rouge avec la disparition de l'effet de base du relèvement de la taxe sur la consommation en octobre. Si l'inflation sous-jacente a souffert d'une sous-utilisation des capacités et de la hausse du yen, la reprise actuelle devrait la faire repasser au-dessus de zéro au deuxième trimestre 2021.

Chine La reprise s'intensifie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,5%	2020 : 2,2%
2021 : 7,4%	2021 : 7,9%

La reprise économique chinoise s'accélère. Le pays ayant réussi à contenir la propagation du virus, il a sensiblement allégé ses mesures de distance physique. Ce changement transparait dans les derniers indicateurs économiques : les ventes de détail d'août ont rejoint leur niveau de 2019 pour la première fois cette année, tandis que l'indice officiel des directeurs d'achats (PMI) du tertiaire s'ancrait lui aussi largement en territoire expansionniste. Nous pensons donc que la reprise des services s'accélèrera et relevons notre estimation de croissance annuelle du PIB de 2,3% à 2,5%. Des obstacles demeurent toutefois, comme la volonté de Pékin de modérer le marché immobilier alors que les prix s'envolent dans les villes les plus cotées, ou le différend persistant avec les Etats-Unis sur de nombreux points, y compris financiers, technologiques ou géopolitiques. Face à de multiples menaces, comme les restrictions d'exportation des entreprises technologiques américaines vers le fabricant chinois de semi-conducteurs SMIC, le risque de rupture entre les deux superpuissances s'est aggravé. La Chine pourrait en pâtir non seulement à court terme, mais aussi voir sa croissance potentielle diminuer suite au recul des gains de productivité qui irait de pair avec une disparition des transferts de technologie. Une victoire démocrate à la présidentielle américaine ne serait pas non plus forcément une aubaine pour la Chine car l'administration Trump n'est pas la seule à prôner la manière forte à l'égard du pays.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,7%	2020 : 2,8%
2021 : 1,9%	2021 : 2,0%

Les prix alimentaires continuent de s'apaiser avec la reconstitution des stocks de porcs décimés par la fièvre porcine africaine. Prévoyant un repli continu de l'inflation des prix du porc, nous pensons que les prix à la consommation poursuivront leur détente. L'inflation sous-jacente, infime à 0,5%, montre que la reprise de la demande a encore du chemin à parcourir.

Economic Research



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 Corpus Sireo Real Estate 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.

Quatrième trimestre 2020

A retenir

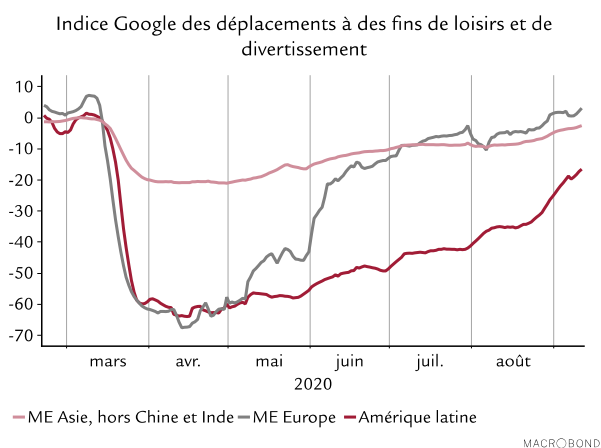
- La reprise économique chinoise s'accélère à présent que la consommation emboîte le pas au redémarrage de la production industrielle.
- Bridée par un confinement toujours strict, l'Amérique latine repart moins vite que les autres régions.
- La politique monétaire reste favorable à la reprise mais les taux ne pourront plus baisser beaucoup.

En un chiffre

295

Les banques centrales des pays émergents ont réduit leurs taux d'intérêt de 295 points de base en cumulé depuis le début de l'année afin de corriger les effets délétères de la pandémie sur l'activité économique. Ce cycle de détente arrive toutefois à son terme pour la plupart des pays, dont l'économie ne perçoit pas encore les effets de ces baisses de taux drastiques. Les politiques monétaires resteront néanmoins accommodantes un certain temps encore malgré un léger sursaut de l'inflation, sous l'effet de la dépréciation des monnaies locales et de distorsions de l'offre.

En un graphique

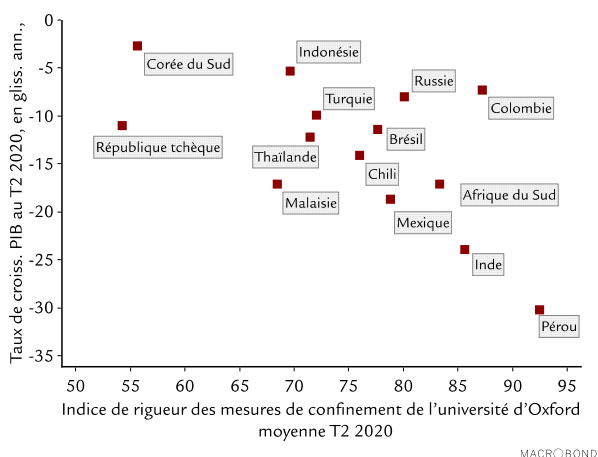


Après une très forte contraction de l'activité économique due aux confinements instaurés pour endiguer la propagation du virus, les économies émergentes se remettent peu à peu. L'indice Google qui mesure la fréquentation de certains lieux et la compare à la situation d'avant la pandémie dénote toutefois des progrès inégaux. Tandis que les pays émergents d'Asie (hors Inde) et d'Europe affichent une reprise assez dynamique, l'Amérique latine reste loin derrière et le PIB du troisième trimestre y sera sans doute l'un des plus dégradés cette année.

Les plus fortes contractions du PIB jamais enregistrées

Au deuxième trimestre, les économies émergentes ont subi la plus forte contraction de leur histoire, les mesures de lutte contre la pandémie entraînant une quasi-paralysie de l'activité dans certains secteurs. Sans surprise, les plus fortes chutes du PIB concernaient les pays ayant instauré les mesures les plus strictes. L'économie de l'Inde a connu la plus forte dégradation de tous les pays émergents juste après le Pérou, avec un recul de son PIB de 23,9% sur un an, soit 3,4 points de pourcentage en dessous de l'estimation du consensus. Si les premiers indicateurs économiques reflètent une amélioration graduelle au troisième trimestre, le rythme de la reprise demeure très incertain. D'un côté, la relance budgétaire devrait rester limitée en raison des contraintes des finances publiques. De plus, l'évolution de la pandémie n'est pas encourageante : le taux de nouveaux cas quotidiens de l'Inde est le plus élevé du monde et ne devrait pas refluer de sitôt. En Afrique du Sud, le strict confinement national ordonné le 27 mars a porté un rude coup à une économie déjà chancelante, avec une contraction du PIB de 17,1% au deuxième trimestre. Un taux de chômage record de plus de 30%, une confiance en berne et d'autres problèmes de long terme, comme la multiplication des coupures d'électricité, entraveront la reprise de l'activité dans le pays. Outre l'Inde et l'Afrique du Sud, la crise a durement frappé plusieurs pays d'Amérique latine, tels le Pérou, le Mexique ou le Chili, ce qui n'a rien d'étonnant vu la sévérité de la pandémie dans cette région, dont les taux de mortalité sont les plus élevés du monde émergent et qui continue d'enregistrer de très nombreux décès chaque jour. Les mesures de confinement de ces pays restent donc parmi les plus strictes

Graphique 1 : Une récession d'autant plus sévère que le confinement est strict

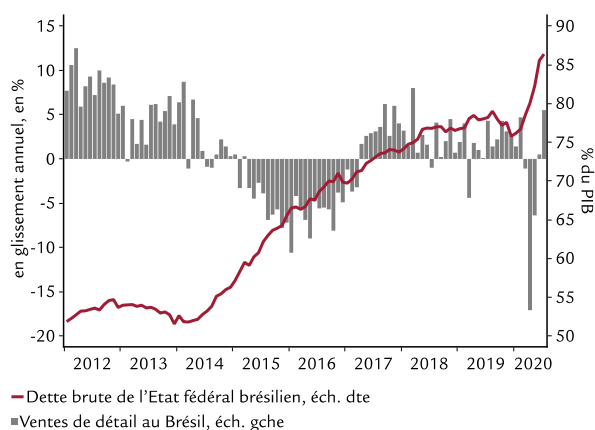


selon l'indice de l'université d'Oxford, ce qui devrait assombrir les perspectives de reprise au dernier trimestre.

Brésil : une reprise rapide, mais au prix d'une hausse de la dette

Alors que l'économie de l'Amérique du Sud souffre fort de la pandémie, l'activité du Brésil affiche un rebond, avec une contraction de 10% au deuxième trimestre, bien moins sévère que dans les pays voisins. Les ventes de détail avaient rejoint leurs niveaux d'avant-crise dès juin, avant de croître de 5,5% sur un an en juillet, bien au-delà de l'estimation du consensus (2,4%). La consommation profite des aides versées au secteur informel et des plans de protection de l'emploi. Les aides mensuelles se prolongeront jusqu'à la fin de l'année, mais seront réduites de moitié, ce qui laisse prévoir une croissance future toujours positive mais sans doute moins rapide. Le secteur tertiaire, le plus affecté par les mesures de distance et peu concerné par le plan d'aide d'urgence, reste en deçà des niveaux d'avant la crise. Il n'en reste pas moins que la reprise continue de la demande de biens se fait au prix d'une hausse considérable de la dette, qui devrait dépasser 100% du PIB cette année. Si le Paulo Guedes reste déterminé à maîtriser les finances publiques, le président Bolsonaro insistera sans doute pour maintenir une relance budgétaire de grande ampleur. Bien que le Brésil n'ait jamais connu une récession si grave et que la mortalité déjà très élevée du virus continue de croître, la popularité de Bolsonaro est à son plus-haut historique, grâce aux aides financières mensuelles. Si la dette n'est pas maîtrisée, la solvabilité du pays pourrait être remise en question, affectant la confiance des investisseurs, ce qui augmenterait les taux d'intérêt et freinerait de nouveau l'activité.

Graphique 2 : Brésil : Les aides financières soutiennent les ventes de détail, au prix d'une dette accrue



Nette dégradation des fondamentaux en Turquie

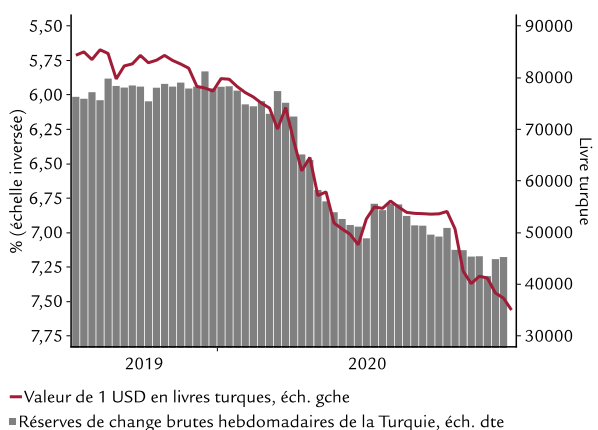
Les fondamentaux économiques de la Turquie laissent déjà à désirer avant la pandémie, avec un déficit courant chronique et une lourde dette en devises, qui obligeait le pays à recourir largement au financement extérieur. Depuis, la vulnérabilité des fondamentaux turcs s'est considérablement aggravée. Le déficit courant est reparti en flèche suite à l'effondrement des recettes des exportations et du tourisme. Dans le même temps, le pays renonçait à une large part de la protection de ses réserves de change pour défendre la livre. Cette situation effraie les investisseurs et pèse encore davantage sur la monnaie nationale, qui a déjà perdu environ 20% face au dollar depuis janvier. Avec l'assouplissement régulier des mesures de confinement et l'importante aide au crédit accordée par le gouvernement, l'activité se redresse. Toutefois, la tendance baissière persistante de la livre induit une pression inflationniste, ce qui pourrait affecter de nouveau l'économie turque.

Chine : la demande emboîte le pas à la reprise de l'offre

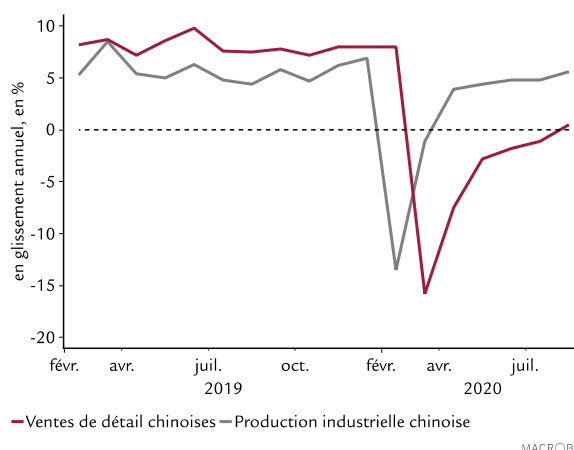
L'économie chinoise s'est redressée au deuxième trimestre 2020, affichant même une incroyable croissance de 3,2% sur un an. Ce solide rebond s'appuie, d'une part, sur la forte demande mondiale de biens chinois, tels que l'équipement médical ou les appareils électroniques, qui a entretenu des exportations dynamiques. D'autre part, les mesures de relance de l'Etat ont encouragé l'immobilier et les investissements dans les infrastructures. La reprise économique de la Chine

semblait donc surtout tirée par l'industrie, la consommation et les services restant à la traîne. Aujourd'hui, la croissance apparaît plus équilibrée. Si la Chine a vu émerger de nouveaux foyers régionaux de coronavirus, elle a pu éviter une propagation nationale, et ainsi assouplir ses mesures sanitaires. Les derniers chiffres économiques attestent ce revirement : les ventes de détail d'août étaient en hausse pour la première fois cette année par rapport à l'année précédente, tandis que l'indice officiel des directeurs d'achats du secteur non manufacturier restait loin en territoire expansionniste (55,2 points). Nous pensons donc que la reprise des services s'accélèrera et relevons notre estimation de PIB annuel de 2,3% à 2,5%. Toutefois, des obstacles demeurent, comme l'atténuation prévue de l'effet de la compression de la demande pour certains biens ou la volonté de Pékin de modérer le marché immobilier face à un début d'envolée des prix dans les villes les plus cotées. De plus, le différend sino-américain sur de nombreux points ne faiblit pas. Face à de multiples menaces, telles l'interdiction de plusieurs applications chinoises ou des restrictions d'exportation des entreprises technologiques américaines vers le fabricant chinois de semi-conducteurs SMIC, le risque de rupture entre les deux superpuissances s'est aggravé, ce dont la Chine pourrait pâtir non seulement à court terme, en réduisant l'investissement industriel et les exportations, mais aussi à long terme, l'érosion des gains de productivité affectant sa croissance potentielle si les transferts de technologie disparaissaient. Une victoire démocrate à la présidentielle américaine ne serait pas non plus une aubaine pour la Chine car l'administration Trump n'est pas la seule à prôner la manière forte. Toutefois, la politique de Joe Biden serait peut-être moins imprévisible, moins axée sur le commerce et la technologie et plus sur les droits de l'homme.

Graphique 3 : La livre turque en chute libre tandis que les réserves de change s'épuisent



Graphique 4 : Après la production industrielle, la consommation chinoise se redresse à son tour



Economic Research



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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 le Département économique, Swiss Life Asset Managers, 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, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité 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 Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.

Octobre 2020

Taux d'intérêt & obligations

Tempête dans un verre d'eau ou début de correction ?

Etats-Unis

- Sachant que le prochain plan de relance ne sera sans doute pas adopté avant les élections de novembre et que les programmes d'aides commencent à manquer de fonds, de plus en plus de risques menacent la solide reprise économique en cours aux Etats-Unis.
- Si la Réserve fédérale répète qu'elle n'est pas près de relever ses taux d'intérêt, ses représentants soulignent toujours la nécessité d'augmenter les dépenses budgétaires.

Zone euro

- Suite à l'envolée récente des contaminations et aux nouvelles mesures de restriction ciblées, la confiance du secteur tertiaire est repartie à la baisse, montrant ainsi que les situations économiques restent fragiles.
- La BCE n'a pas l'intention d'abandonner sa position accommodante de sitôt et nous pensons qu'elle préférera étendre ses différents programmes en cas de dégradation des conditions financières.

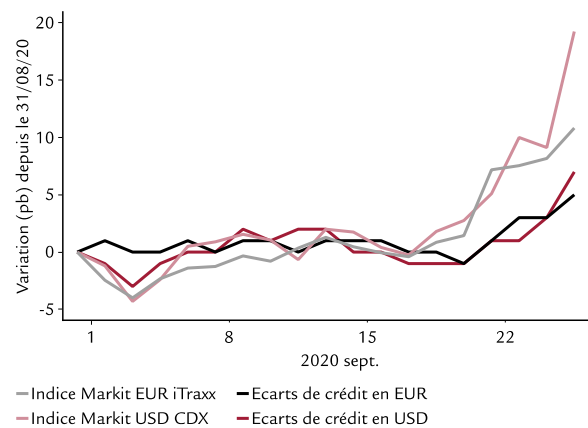
Royaume-Uni

- L'économie fait face à la double incertitude persistante des négociations commerciales avec l'UE et des nouvelles mesures restrictives pour endiguer la recrudescence récente des cas de COVID-19.
- Nous pensons que la Banque d'Angleterre pourrait se trouver finalement contrainte d'en faire plus au vu de la faiblesse de l'économie britannique.

Suisse

- Comme nous l'attendions, l'économie suisse s'est mieux remise que la plupart des autres pays développés au deuxième trimestre, avec des résultats supérieurs aux attentes du consensus.
- Les chiffres du troisième trimestre sont encourageants jusqu'ici, avec une forte hausse de l'indicateur avancé du KOF à 110,2 points en août.
- La BNS a laissé son taux directeur inchangé à -0,75%, parallèlement à une augmentation seulement modérée des dépôts à vue en septembre malgré une aversion au risque généralisée sur les marchés financiers.

Crédit : le marché au comptant et les dérivés divergent



MACROBOND

Il semblerait donc que les prix des actifs ne soient pas voués à augmenter éternellement. Ce « jour du jugement » a frappé en particulier les valeurs technologiques américaines adorées de tous. Si la chute des actions de septembre a gagné dans une certaine mesure les autres catégories d'actifs, on ignore encore s'il s'agissait d'une brève secousse ou d'une correction appelée à durer. Les écarts de crédit ont peu réagi à ce jour. Ceux des obligations en EUR et en USD ne se sont creusés que de 5 points de base (pb, voir graphique) tandis que les rendements des emprunts d'Etat restaient inscrits dans les fourchettes de ces derniers mois. Or, l'examen du marché des dérivés de crédit s'avère plus inquiétant : l'indice CDX américain a déjà augmenté de 18 pb et l'indice ITRX européen, de 10 pb, ce qui montre que les investisseurs se couvrent à la baisse sans pour autant liquider leurs positions acheteuses. Cela pourrait toutefois changer très vite et l'on observe les premières sorties de fonds des ETF sur le crédit les mieux notés. Ce ne sont pas des ventes massives, mais la prudence s'impose, surtout face à la pléthore de risques politiques. Les facteurs techniques restent favorables mais peuvent basculer à tout moment. Et sur le marché obligataire, personne n'a envie de vendre en pleine panique. Nous gardons donc des positions de crédit défensives et une préférence pour les durations longues.

Actions

Se préparer aux risques des élections américaines

Etats-Unis

- Septembre fut le premier mois de repli pour le S&P 500 depuis mars 2020. Les valeurs technologiques ont en particulier fortement sous-performé le marché, inversant au cours du mois la surperformance des actions américaines sur les autres régions.
- L'actualité propre à chaque société, la divergence croissante entre des actions florissantes et la sous-utilisation persistante des capacités économiques, ainsi que les risques associés aux élections américaines, pourraient avoir motivé les prises de bénéfices de septembre. Nous pensons que les marchés vont se stabiliser jusqu'aux élections.

Zone euro

- Les annonces d'une recrudescence du virus et de nouvelles mesures de restriction ciblées, surtout dans les grandes villes européennes, ont pesé sur les actions de la zone euro, qui ont pourtant globalement mieux résisté que les valeurs américaines.
- La surperformance éventuelle des actions européennes sur les américaines dépendra beaucoup de la manière dont les investisseurs voient les valeurs technologiques, surreprésentées dans les indices américains.

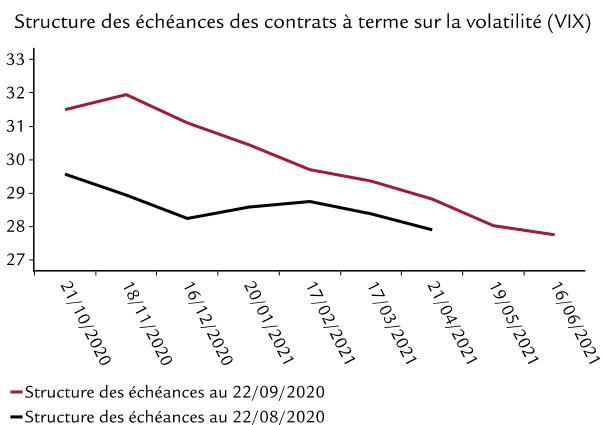
Royaume-Uni

- A l'heure où nous écrivons ces lignes, le marché d'actions britannique avait moins souffert en septembre que les actions mondiales, mais les défis abondent. La reprise de l'économie est fragile et l'incertitude quant aux négociations avec l'UE reste élevée, surtout depuis l'adoption de la nouvelle loi sur le marché intérieur, qui a attisé les tensions entre les partis.
- Nous restons prudents envers les actions britanniques, dont les valorisations ne reflètent pas selon nous tous les risques économiques et politiques.

Suisse

- Même si le marché d'actions suisse a ralenti, il fut indéniablement le plus performant du mois de septembre et reste l'un des plus dynamiques depuis le début de l'année.
- Le contexte économique reste plus favorable aux actions suisses qu'ailleurs. L'activité du pays a moins souffert de la crise que ses voisins et la Suisse dispose d'une confortable marge de manœuvre budgétaire pour réagir en cas de dégradation de la situation.

Les options sont coûteuses autour des élections



MACROBOND

A ce stade, rien ne permet de prévoir qui remportera la course entre Donald Trump et Joe Biden et les sondages divergent sur les élections sénatoriales. Si, ce qui est probable, le président faisait face à un Congrès divisé, voire hostile (comme aujourd'hui), on peut s'attendre à une continuité politique et à un effet minime sur les actions. Nombre d'acteurs du marché considèrent un raz-de-marée démocrate assurant à Joe Biden le soutien intégral du Congrès comme néfaste pour les actions puisque le candidat prévoit d'imposer davantage les entreprises. Mais le seul résultat vraiment inquiétant serait l'absence de résultat, une contestation houleuse et persistante de l'issue du scrutin. Face à cette situation, on peut attendre une baisse massive des cours. Si une élection contestée constitue plutôt notre scénario pessimiste, de nombreux investisseurs veulent s'y préparer. Ils pourraient ainsi réduire leur exposition aux risques extrêmes de chute en modérant un peu leur participation potentielle à la hausse des cours, ce qui suppose une solution à base d'options de vente. Il importe d'examiner la structure des échéances des contrats à terme sur la volatilité pour se constituer efficacement une telle couverture contre un risque extrême. Malheureusement, la structure des échéances du VIX ci-dessus montre que les options arrivant à terme autour des élections sont les plus chères. Le moment est donc propice à toucher les primes, en vendant des options pour financer l'achat d'options de vente. Comme celles-ci sont chères à l'échéance des élections, nous conseillerions de viser à plus long terme sachant qu'une contestation du scrutin aurait sans des implications négatives pour les actions longtemps après l'annonce des résultats.

Devises

La pression pourrait remonter sur l'USD

Etats-Unis

- Dans un contexte globalement défavorable au risque sur les marchés financiers, l'USD s'est apprécié en septembre, surtout face aux monnaies cycliques comme l'EUR, la GBP ou les monnaies liées aux prix des matières premières telles que l'AUD ou le CAD.
- Nous prévoyons toutefois un nouvel accès de faiblesse de l'USD. Les différentiels de taux d'intérêt restent trop minces pour apporter un réel soutien au billet vert. De même, plusieurs issues potentielles des élections américaines auraient selon nous un effet plutôt négatif sur l'USD (voir ci-contre).

Zone euro

- Après être resté un mois et demi autour de 1,18, l'EUR/USD s'est replié durant la deuxième quinzaine de septembre. La remontée des cas de COVID-19 et les nouvelles mesures de restriction dans la zone euro ont sans doute contribué à la réserve des investisseurs à l'égard de la monnaie unique.
- Notre vision positive de l'EUR/USD découle principalement de notre prévision de faiblesse généralisée de l'USD jusqu'à la fin de l'année (voir plus haut).

Royaume-Uni

- Comme nous l'attendions, la GBP a sensiblement reculé en septembre suite à la montée des tensions liées aux négociations commerciales avec l'UE après l'annonce du projet de loi sur le marché intérieur.
- Maintenant que la valeur de la GBP reflète mieux ces risques, nous pensons qu'elle va se stabiliser face à l'USD mais prévoyons une faiblesse durable par rapport à l'EUR.

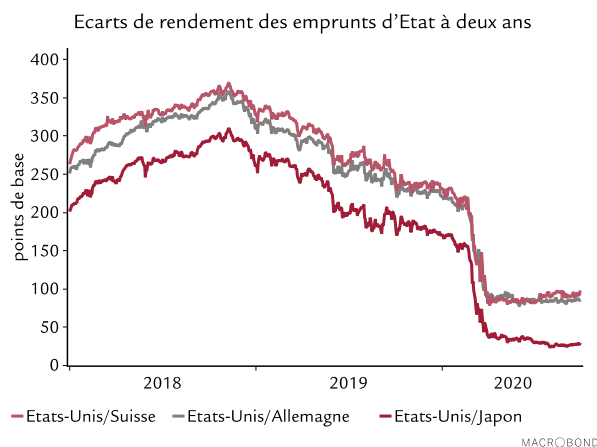
Suisse

- Malgré l'hostilité au risque des marchés financiers, le CHF était très proche de l'EUR en septembre. Son recul par rapport à l'USD a permis à la BNS de modérer ses interventions.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF mais pensons que le franc s'appréciera face à l'USD.

Japon

- Le JPY s'est globalement apprécié en septembre.
- Au vu des nombreux risques circonstanciels à l'horizon (surtout les élections américaines), nous prévoyons une hausse du JPY par rapport à l'USD.

L'avantage des taux d'intérêt américains s'estompe



Les élections américaines constituent la principale « inconnue connue » du troisième trimestre. Une incertitude considérable pèse non seulement sur l'issue des scrutins, mais aussi sur les conséquences pour les différentes catégories d'actifs et pour l'USD. De manière générale, nombre d'analystes estiment qu'une victoire de Joe Biden, aujourd'hui en tête des sondages, serait préjudiciable à l'USD, surtout s'il avait le soutien total du Congrès. C'est aussi notre avis. Dans un tel contexte, nous pourrions attendre un déficit budgétaire encore plus élevé, dû aux généreux plans de relance prévus dans un contexte de taux d'intérêt toujours bas. Joe Biden resterait sans doute ferme face à la Chine, mais les marchés pourraient moins redouter l'escalade des tensions commerciales en raison de son approche moins conflictuelle de cette question. Les investisseurs pourraient toutefois se montrer plus prudents à l'égard des actions en raison du programme fiscal de Joe Biden. Tous ces arguments laissent prévoir une dépréciation de l'USD. Si Joe Biden était élu face à un Sénat hostile, le potentiel de recul du billet vert serait un peu moindre. Quant à une réélection de Donald Trump, elle n'aurait sur l'USD aucun effet notable. Paradoxalement, la contestation du résultat électoral pourrait profiter à cette monnaie qui reste une valeur refuge importante.

In fine, nous optons pour une vision négative sur l'USD à ce stade, y compris au vu de l'érosion, pendant la crise, du soutien crucial que représente un différentiel de taux d'intérêt favorable, peu susceptible de réapparaître prochainement avec une Réserve fédérale très accommodante (voir graphique).

Swiss Life Asset Managers



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



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@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 Corpus Sireo Real Estate 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.