

Juillet 2019

A retenir

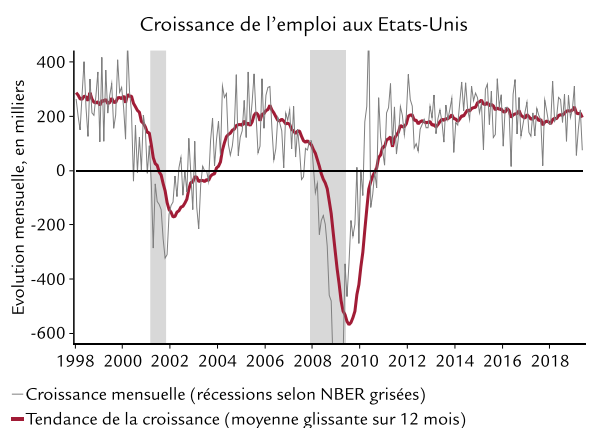
- Aucune accélération du risque de récession en vue venant du marché de l'emploi américain
- Persistance des obstacles politiques en zone euro
- En Suisse, demande étrangère pénalisée par le conflit commercial et révision des projets d'embauche

Prévisions comparées

	PIB 2019		PIB 2020		Inflation 2019		Inflation 2020	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,4%	2,5% ↓	1,8%	1,8% ↓	1,8% ↓	1,9%	2,2%	2,1%
Zone euro	1,2%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3% ↓	1,3% ↓	1,6%	1,4%
Allemagne	1,1%	0,8%	1,3%	1,4% ↑	1,4% ↓	1,5%	1,7%	1,6%
France	1,3% ↑	1,3%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%	1,6%	1,4% ↓
Royaume-Uni	1,2% ↓	1,4%	1,2% ↓	1,4%	1,8% ↓	1,9% ↓	2,0%	2,0%
Suisse	1,3%	1,3% ↑	1,4%	1,5%	0,6% ↓	0,6%	0,8%	0,8%
Japon	0,7% ↑	0,8% ↑	0,4%	0,4%	0,6% ↓	0,6%	1,0% ↓	0,9%
Chine	6,1%	6,3%	6,0%	6,0% ↓	2,3%	2,3%	2,2%	2,3% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 10 juin 2019

Graphique du mois



Déception sur le marché américain du travail en mai : faible hausse des emplois non agricoles et ralentissement de la croissance des salaires. Les acteurs du marché, déjà inquiets de risques de récession à moyen terme, misent de plus en plus sur une baisse des taux directeurs de la Fed cette année. Le revirement de tendance de la croissance de l'emploi est inquiétant, car il peut être annonciateur d'une récession prochaine. Toutefois, nous tenons à nous garder d'extrapoler cette récente faiblesse. En effet, des indicateurs prospectifs comme les prévisions d'embauche, les postes vacants et les composantes emploi des enquêtes ISM sont stables à de très bons niveaux ou en amélioration.

Etats-Unis

Le consommateur imperturbable

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,4%	2019 : 2,5%
2020 : 1,8%	2020 : 1,8%

La détérioration du conflit commercial et les craintes de récession sur les marchés financiers semblent laisser insensible le consommateur américain. D'après les données mensuelles disponibles, les ventes au détail ont même accéléré au second trimestre, et les indicateurs du moral des ménages évoluent à des niveaux très élevés. Comme ailleurs dans les pays industrialisés, le secteur tertiaire reste imperméable à la faiblesse persistante du secteur manufacturier. La position plus rassurante de la Fed et une baisse probable des taux directeurs en 2019, comme «assurance» contre le conflit commercial, devraient soutenir la consommation et le marché résidentiel à court terme. Le PIB croîtrait alors autour de son potentiel sur le reste de l'année. Cela étant, les risques de récession à moyen terme ont augmenté selon nous. L'escalade du conflit commercial et l'incertitude qui en découle pourraient commencer à peser sur les instincts des entreprises. Avec les pressions croissantes sur les marges, traduites par une inflation atone persistante et des coûts salariaux en hausse, les créations d'emploi et l'investissement pourraient souffrir davantage et l'expansion américaine record s'essouffler. Nous surveillons donc de près la croissance de l'emploi, le crédit bancaire et les enquêtes économiques, tous en recul depuis des niveaux très favorables.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,8%	2019 : 1,8%
2020 : 2,2%	2020 : 2,1%

Le plus surprenant cette année a été la faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente américaine, des biens comme des services. D'autres mesures de cette inflation ainsi que la croissance des salaires sont restées longtemps au beau fixe, mais ont aussi amorcé un ralentissement dernièrement. Au vu également de la forte chute des cours du brut (probablement excessive au vu des risques politiques actuels au Moyen-Orient), nous avons abaissé notre prévision d'inflation globale annuelle de 1,9% à 1,8%.

Zone euro

Obstacles politiques persistants

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,1%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Dès l'élection de Donald Trump en 2016, nous avons revu à la baisse nos prévisions de dynamique commerciale globale par anticipation de politiques commerciales déstabilisantes. Ainsi, l'an dernier, notre prévision de croissance pour la zone euro en 2019 était relativement prudente alors que l'optimisme régnait. Depuis, le pessimisme a gagné analystes et investisseurs, sur fond de tensions commerciales mondiales grandissantes. Notre prévision s'est ainsi soudainement transformée en consensus. Nous nous abstenons toutefois d'abaisser nos prévisions pour 2019 et 2020 du fait de l'apparente résistance de la demande intérieure. Les consommateurs profitent d'embellies sur le front de l'emploi et la politique fiscale devrait favoriser la croissance cette année. Alors qu'en Allemagne, les indicateurs du moral ambiant reculent au second trimestre, le dynamisme de régions et secteurs moins exposés aux tensions commerciales justifie une prévision de croissance autour du potentiel de la région. Néanmoins, les motifs d'inquiétude pour 2020 ne manquent pas et notre prévision de croissance est inférieure au consensus. De nombreux obstacles politiques (conflit commercial, Brexit, tensions Italie-UE) devraient demeurer et continuer de peser sur la croissance en 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,6%	2020 : 1,4%

L'inflation « proche de, mais inférieure à 2% » visée par la BCE reste hors de portée. Les quatre poids lourds de la zone euro affichent une inflation inférieure ou égale à 1,3%. A mesure que les salaires augmentent, la compression des marges constitue un risque majeur. Des enquêtes économiques indiquent un recul des attentes de prix de vente chez 18 des 19 Etats membres par rapport à 2018. Chypre fait figure d'exception avec ses entreprises davantage en mesure d'augmenter les prix.

Allemagne

Pessimisme dominant

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,1%	2019 : 0,8%
2020 : 1,3%	2020 : 1,4%

Chez les économistes, le climat concernant l'Allemagne a continué de se dégrader au second trimestre 2019. Il y a moins d'un an, notre prévision de 1,3% de croissance était relativement prudente. Parmi toutes celles réunies par Consensus Economics, nous avons aujourd'hui la prévision de hausse du PIB la plus optimiste en 2019. La Bundesbank conforte les sceptiques. Selon sa dernière évaluation, le repli du PIB au deuxième trimestre s'explique par la faiblesse persistante des activités manufacturière et d'exportation. En 2019, elle attend un PIB réel en hausse d'à peine 0,6% par rapport à 2018, et de 1,2% en 2020. En décembre dernier, elle tablait encore sur 1,6% pour ces deux années. Notre prévision diverge, car nous anticipons une demande intérieure plus soutenue. Certes, le taux d'utilisation des capacités dans l'automobile n'a pas retrouvé sa vigueur cette année, et la contraction du marché du travail s'est probablement achevée dans le secteur secondaire. Toutefois, les ménages consomment toujours et l'activité de construction devrait largement favoriser la croissance en 2019 et en 2020. Les hypothèses du solde budgétaire primaire ajusté du cycle tendent vers une part record de l'impulsion fiscale dans le PIB nominal par rapport à 2010.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,5%
2020 : 1,7%	2020 : 1,6%

L'inflation globale a fortement baissé en juin après un pic temporaire dû à des fêtes de Pâques tardives. Selon les données préliminaires, l'inflation a chuté à 1,3%, soit moins que nos 1,4% prévus. La tendance baissière des prix de l'énergie nous pousse à réévaluer notre profil d'inflation et à abaisser la prévision pour 2019 à 1,4%. Les chiffres de l'inflation globale continuent d'évoluer en dents de scie en raison de l'effet de base dû aux fluctuations du prix du pétrole en 2018. Le taux global devrait passer sous 1% au troisième trimestre, puis au-delà de 2% début 2020.

France

Un mini-cycle distinct

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

L'économie tricolore est bien moins affectée par les vents contraires que ses voisins allemand, suisse ou italien. Les détails des derniers indices composites des directeurs d'achat révèlent que les commandes auprès des entreprises françaises sont repassées au-dessus de la barre fatidique des 50 points sur les deux derniers mois, alors que de l'autre côté du Rhin et des Alpes, les commandes continuent de reculer. Le cycle économique français, davantage tourné vers le marché national, semble plus sensible aux évolutions politiques intérieures qu'au conflit sino-américain. Ainsi, l'impact des réformes d'Emmanuel Macron et le mouvement des gilets jaunes s'y opposant semblent bien plus pertinents pour expliquer la dynamique de croissance actuelle. L'indice de confiance des consommateurs de l'INSEE et de nombreuses enquêtes économiques se sont nettement améliorés depuis les plus bas observés en décembre 2018, où les manifestations des gilets jaunes pesaient lourdement sur l'activité économique. Les réformes du marché du travail portent leurs premiers fruits avec des données en amélioration et un optimisme croissant des consommateurs quant à leurs perspectives d'emploi. Sur la base des données effectives de la consommation privée et la production manufacturière, nous avons légèrement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2019.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,2%
2020 : 1,6%	2020 : 1,4%

Notre prévision d'inflation reste inchangée pour 2019 comme 2020. La pression inflationniste intérieure suggère que la politique monétaire de la BCE convient à la France et qu'aucune normalisation à court terme n'est en vue. Le risque inflationniste s'infléchit du fait de la tendance baissière des prix de l'énergie. En outre, des cotisations sociales plus faibles réduisent le coût du travail. Si les entreprises de services les répercutent sur les consommateurs, l'inflation devrait être encore inférieure à nos attentes actuelles.

Royaume-Uni

Retour à la réalité

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,4%
2020 : 1,2%	2020 : 1,4%

Nous l'avons dit plusieurs fois : les chiffres du premier trimestre peignaient un portrait trop flatteur de l'économie, la hausse des stocks améliorant la croissance. Cela dit, nous avons été surpris par l'ampleur du revers essuyé par l'activité en avril et par la plongée en territoire négatif de l'indice des directeurs d'achat. Nous avons donc baissé notre prévision de PIB annuel de 1,4% à 1,2%. Selon l'enquête des agents de la Banque d'Angleterre, les intentions d'investissement dans les secteurs secondaire et tertiaire sont à leur plus bas depuis 2008 et ne devraient pas s'améliorer de sitôt en raison du Brexit. Tous les candidats à la succession de Theresa May à la tête du parti conservateur ont promis de renégocier un accord avec l'UE. En cas d'échec, certains menacent de quitter l'UE sans accord le 31 octobre prochain, choisissant la mesure draconienne de suspension du Parlement s'il reste opposé au « no deal ». Nous pensons toujours qu'un nouveau report, potentiellement suivi d'élections anticipées, est le scénario le plus probable. Nous estimons à environ 30% la probabilité d'une sortie sans accord, en deçà du consensus actuel à 32%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,8%	2019 : 1,9%
2020 : 2,0%	2020 : 2,0%

Nous avons abaissé notre prévision 2019 de 1,9% à 1,8%, en intégrant les chiffres de l'inflation légèrement décevants depuis le début de l'année et le récent repli des prix du pétrole. La trajectoire de l'inflation repose sur les évolutions de change et donc le Brexit. La livre semblant avoir absorbé une forte négativité, nous n'attendons pas de dépréciation significative dans notre scénario de base, ce qui devrait limiter les risques de hausse de l'inflation.

Suisse

Prudence à l'embauche

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,4%	2020 : 1,5%

La prévision du consensus de croissance du PIB réel a été légèrement revue à la hausse dans le sillage de données étonnamment solides au premier trimestre. Notre propre prévision pour 2019 est donc identique au consensus, tandis que nous sommes un peu plus prudents pour 2020. Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) attend un rebond de l'activité économique après un passage à vide et table sur un PIB en hausse de 1,7% en 2020. Le SECO est nettement plus optimiste que nous s'agissant des dépenses d'investissement des entreprises dans l'équipement et les logiciels en anticipant une croissance de 3,2% de cette composante du PIB en 2020 (après 0,8% en 2019). Notre prévision est plus réservée : les dépenses des entreprises devraient augmenter de 1,1% cette année et 1,2% en 2020. Nous considérons que les risques d'une récession superficielle à moyen terme ont augmenté dans les économies japonaise, allemande ou britannique. Les secteurs exportateurs suisses devraient donc répondre aux vents contraires qui se lèvent par des investissements et un recrutement prudents.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,6%	2019 : 0,6%
2020 : 0,8%	2020 : 0,8%

La prévision conditionnelle d'inflation est un outil de communication essentiel de la Banque nationale suisse (BNS). Selon les projections de juin 2019, l'inflation ne dépassera pas 1,5% d'ici le premier trimestre 2022, même en cas de maintien de la politique monétaire actuelle. Dans un futur proche, nous attendons l'inflation dans la zone cible de la BNS, à savoir 0% à 2%. A court terme, la baisse des prix de l'énergie en juin a même entraîné un nouvel abaissement de notre prévision annuelle pour 2019.

Japon

Un cycle d'investissement installé

Déjà surprenante en prévision initiale, la croissance japonaise a été revue à la hausse en publication définitive grâce aux investissements des entreprises meilleurs que prévus. Nous avons donc relevé la prévision annuelle de 10 pb, à 0,7%, même si la croissance trimestrielle devrait être bien inférieure sur le reste de l'année. En effet, le conflit commercial et le raffermissement du yen pèsent sur la demande extérieure et les exportations ; la forte chute des importations au premier trimestre devrait, elle, s'inverser lors des prochains trimestres. La consommation des ménages devrait aussi rester faible, leur moral étant au plus bas depuis début 2015. Les salaires réels sont comprimés par le cumul de la stagnation des salaires nominaux et une inflation temporairement plus élevée. Le principal moteur de croissance est l'investissement des entreprises avec un cycle positif toujours en place sur fond de marché du travail très tendu et de taux d'intérêt historiquement bas.

Chine

Economie sous pression

Notons un ralentissement généralisé de l'activité chinoise en mai suite au regain de tensions avec Washington au début du mois. La production industrielle annuelle a ralenti à 5,0%, un plus bas depuis 2002. Au plus bas aussi, depuis 9 mois, les investissements en actifs immobilisés, en baisse dans l'immobilier et les infrastructures. Seules les ventes au détail ont grimpé. Une partie est sûrement due au décalage de la Fête du Travail, et à davantage de jours fériés en mai par rapport à l'an dernier. La pression est donc sur les dirigeants chinois pour prendre des mesures de relance et éviter un net ralentissement. La Chine peut se permettre des mesures d'assouplissement : baisses ciblées et généralisées du ratio des réserves obligatoires des grandes banques du pays, rabais fiscaux pour les entreprises touchées par les droits de douane, émissions d'obligations d'Etat locales pour soutenir les investissements en infrastructures, amélioration de l'exécution des baisses de taxes et frais déjà promises.

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

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 Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

Troisième trimestre 2019

A retenir

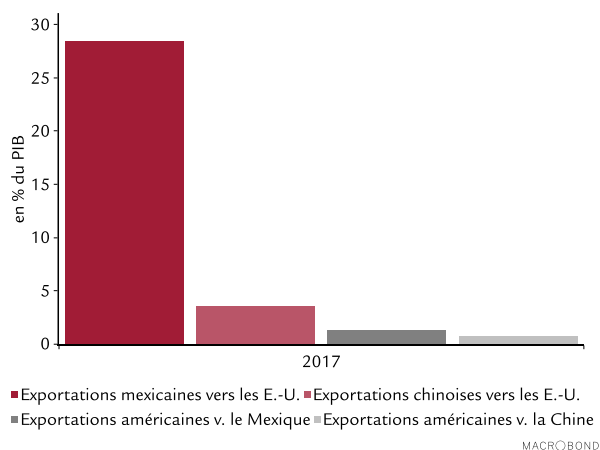
- Timide début d'année pour les marchés émergents avec une faible hausse du PIB au premier trimestre
- Le regain de tensions entre la Chine et les Etats-Unis obscurcit les perspectives d'un rebond des marchés émergents
- Les banques centrales, accommodantes, seule lueur et unique soutien à une activité morose

En un chiffre

303

Le parti nationaliste hindou (Bharatiya Janata Party, BJP) du Premier ministre indien Narendra Modi s'est offert une deuxième majorité absolue, remportant 303 des 542 sièges. Sous pression, il doit mettre en œuvre des réformes très attendues pour rétablir l'économie indienne (+5,8% au premier trimestre 2019, -0,8 pb comparé au précédent), notamment la privatisation des banques publiques endettées et l'assouplissement du droit du travail. La capacité de Narendra Modi à réussir là où il a échoué lors de son premier mandat est un grand point d'interrogation.

En un graphique

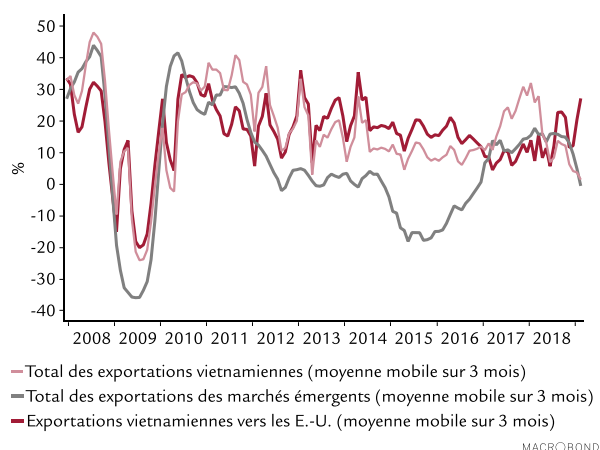


Regain de tensions cette année, Donald Trump augmentant les droits de douane de 10% à 25% sur 200 milliards de dollars de produits chinois début mai, et jurant d'en imposer sur les importations mexicaines, à moins que le voisin du sud n'endigue le flot de migrants. Cette menace est heureusement restée en l'air. Des droits de douane auraient torpillé l'économie mexicaine, l'entraînant dans la récession : près de 30% du PIB mexicain dépend des exportations vers le géant au nord. Les négociations entre Washington et Pékin s'annoncent elles plus compliquées, car la Chine est bien moins dépendante que le Mexique du commerce avec les Etats-Unis.

Guerre sans vainqueurs

L'expansion de nombreux pays émergents dépend de la santé des échanges mondiaux. La résurgence de tensions complique un peu plus la tâche d'une demande mondiale déjà faible. Point particulièrement préoccupant, la baisse de la demande chinoise en entrées intermédiaires utilisées pour les exportations, résultat de l'imposition des droits de douane. Outre l'impact négatif sur les flux, les tensions ravivées sont source d'incertitude et perturbent le climat. Après deux bons mois de l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) dans les pays émergents – un excellent signe d'expansion économique – le PMI consolidé de ces marchés a plongé en mai, traduisant la perte de confiance et la baisse des exportations. Alors que les entreprises importatrices américaines et chinoises se tournent vers des pays tiers pour s'approvisionner et éviter les droits de douane, l'identité des vainqueurs de ce conflit, s'il y en a, est une question émergente. Les importateurs chinois s'adressent principalement aux pays sud-américains pour les produits agricoles comme le soja, et les américains principalement vers les pays asiatiques pour l'électronique et le mobilier. Le Viêt-Nam est l'un des principaux gagnants de cette diversification, avec une forte progression de ses exportations vers les Etats-Unis. En totalité, elles restent modérées, signe de la faiblesse de celles vers la Chine. De plus, cette diversification dans certains pays ne suffit pas à effacer la morosité globale que causent les tensions, preuve en est la chute de la croissance des exportations dans l'ensemble des marchés émergents (cf. Graphique 1).

Graphique 1 : La diversification ne suffit pas à compenser la faiblesse globale



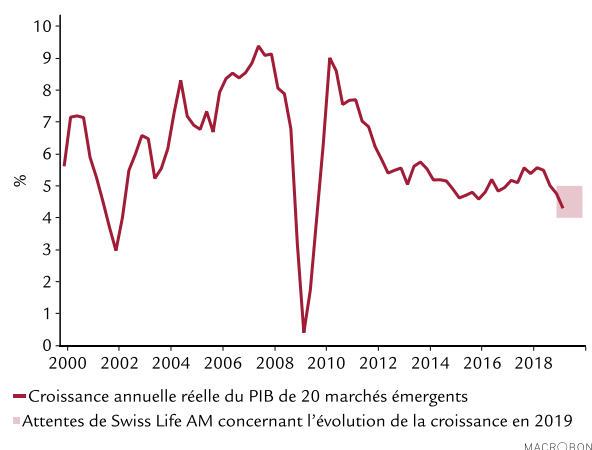
Une croissance timide

L'incertitude croissante liée au conflit commercial se double de données de croissance décevantes. Le PIB de nombreux marchés émergents a été faible au premier trimestre. Au Brésil et au Mexique, l'incertitude politique liée aux nouveaux gouvernements a pesé sur l'investissement. Des chocs idiosyncrasiques (rupture d'un barrage du brésilien Vale) ont également pesé, le Brésil enregistrant seulement +0,5% au T1 2019 par rapport à 2018 (T4 2018 : 1,1%) et le Mexique affichant +1,3% (T4 2018 : 1,7%). En Inde, la croissance a ralenti à 5,8% au premier trimestre en comparaison annuelle (T4 2018 : 6,6%). En cause : un système financier fragile, des créances douteuses dans le secteur bancaire et une crise de liquidité dans les établissements non financiers. L'économie sud-africaine a connu son plus important repli trimestriel, son PIB perdant 3,2% en base annualisée. Il est dû à de graves coupures de courant en février et mars à cause d'Eskom, fournisseur d'énergie en grande difficulté. La production minière et manufacturière comme les investissements en ont pâti. De plus, les économies asiatiques plus modestes également dépendantes du commerce ont souffert de la baisse des exportations, notamment le Viêt-Nam, la Thaïlande et la Malaisie.

La politique monétaire, seule lueur

Seule lueur dans cette série de sombres perspectives, la politique monétaire des banques centrales des marchés

Graphique 2 : Timide croissance du PIB des marchés émergents au 1^{er} trimestre



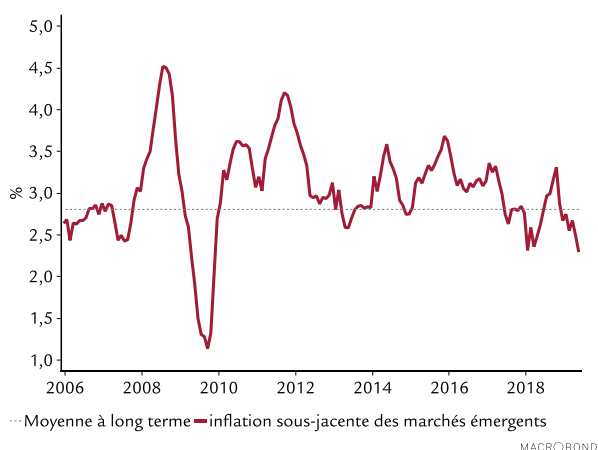
émergents. La position apaisante de leurs homologues des pays développés, les risques de baisse de croissance et de faibles taux d'inflation sous-jacente les encouragent à inverser partiellement le tour de vis donné au second semestre 2018 et à baisser les taux directeurs. Ce mois-ci, la banque centrale russe a baissé le sien de 25 pb, à 7,5%, imitée par son homologue indienne (-25 pb à 5,75 %), sa troisième baisse de l'année et laissant ouverte la possibilité d'un assouplissement supplémentaire. Toutefois, une marge pour une telle opération existe uniquement tant que le dollar ne se raffermir pas trop face aux devises des marchés émergents, en cas de fort mouvement d'aversion au risque. En effet, un billet vert fort les forcerait à augmenter les taux d'intérêt pour contrer la pression de la dépréciation, notamment celles des monnaies structurellement plus exposées avec des déficits de la balance des transactions courantes.

Chine : économie sous pression, conséquence des tensions

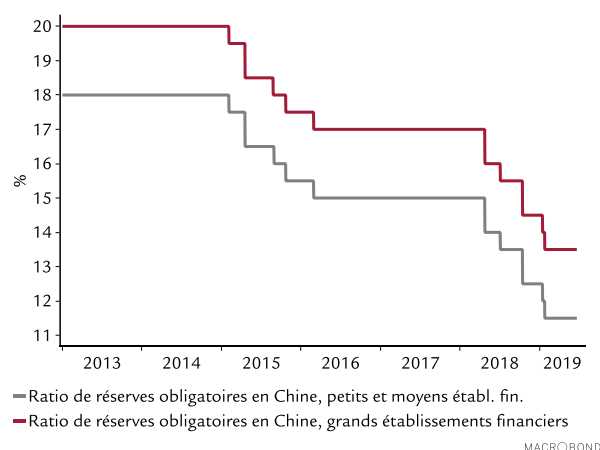
Après une longue période d'apaisement entre Washington et Pékin, suscitant l'espoir d'un accord entre les deux mastodontes du commerce mondial, le conflit s'est ravivé en mai et met l'économie chinoise sous pression. Les Etats-Unis ont porté les droits de douane de 10% à 25% sur 200 milliards de dollars de biens chinois et menacent de les étendre à ceux non encore concernés, pour un total de 300 milliards. En réponse, la Chine a augmenté ses droits sur 60 milliards de dollars d'importations américaines. Bien que l'économie chinoise repose moins qu'avant sur les exportations, celles vers les Etats-Unis représentent toujours environ 4%

du PIB. Ainsi, une baisse importante en cas de relèvement des droits sur la totalité des exportations chinoises nuirait considérablement à la deuxième économie mondiale. Sans compter que l'incertitude croissante pèse sur le moral des investisseurs, soit une menace supplémentaire pour l'expansion économique. Pour ne rien arranger, le regain de tensions ne se limite pas au commerce, mais se transforme en « guerre technologique ». Washington fait pleuvoir les restrictions contre les entreprises chinoises, notamment contre le géant Huawei, portant un sérieux coup aux espoirs d'un accord prochain. Et l'économie chinoise a ralenti entretemps. La production industrielle annuelle a ralenti à 5%, un plus bas depuis 2002. Au plus bas aussi, depuis 9 mois, les investissements en actifs immobiliers (+5,6% en mai, +6,1% en avril), en baisse dans l'immobilier et les infrastructures. Seules les ventes au détail ont grimpé (mai : 8,6%, avril : 7,2%). Une partie est sûrement due au décalage de la Fête du Travail, et à davantage de jours fériés en mai par rapport à l'an dernier. La pression est donc sur les dirigeants chinois pour prendre des mesures de relance fiscale et monétaire et éviter un net ralentissement. La Chine peut se permettre des mesures d'assouplissement : baisses ciblées et généralisées du ratio de réserves obligatoires des grandes banques du pays, rabais fiscaux pour les entreprises touchées par les droits de douane, émissions d'obligations d'Etat locales pour soutenir les investissements en infrastructures, amélioration de l'exécution des baisses de taxes et frais déjà promises. Le gouvernement chinois insiste néanmoins sur un chemin de croissance plus durable, s'efforçant notamment d'améliorer la stabilité financière. Toute mesure incitative sera probablement mesurée et réactive plutôt que généralisée et proactive.

Graphique 3 : La faible inflation permet l'assouplissement monétaire dans les marchés émergents



Graphique 4 : La Chine peut améliorer la relance, les tensions pèsent sur son économie



Economic Research



Marc Brütsch
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

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 Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

Juillet 2019

Taux d'intérêt & obligations

La sécurité avant tout

Etats-Unis

- Après une brève menace de relèvement des droits de douane mexicains, le président Trump est revenu sur sa décision et se montre plus conciliant avec la Chine.
- Les risques politiques n'en ont pas moins augmenté et les prévisions d'inflation ont chuté, d'où la position plus prudente de la Réserve fédérale, qui pourrait bien abaisser ses taux directeurs cette année.

Zone euro

- Suite à des chiffres d'inflation faibles, le président de la BCE Mario Draghi s'est de nouveau montré très accommodant dans son discours à Sintra, en suggérant que de nouveaux assouplissements monétaires étaient envisageables.
- Sans surprise, les actifs risqués ont bien progressé, tandis que les rendements des emprunts d'Etat atteignaient des plus-bas historiques.

Royaume-Uni

- Boris Johnson est actuellement favori pour le poste de Premier ministre, ce qui accroît selon nous les probabilités d'un Brexit sans accord en octobre.
- La Banque d'Angleterre étant aujourd'hui l'une des rares banques centrales à atteindre son objectif d'inflation d'environ 2%, elle laissera certainement sa politique monétaire inchangée selon nous.

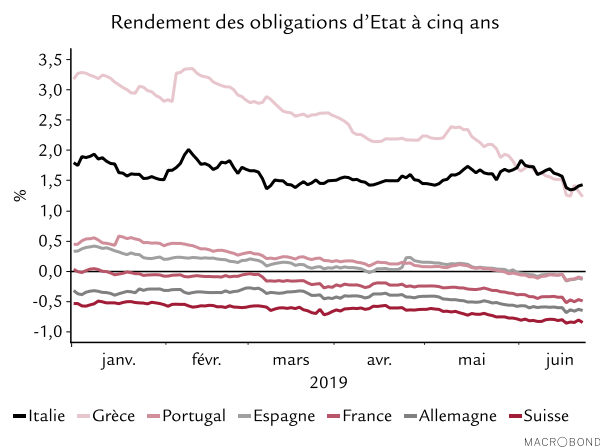
Suisse

- Bien que l'activité économique résiste plutôt bien, le secteur manufacturier n'est pas très optimiste, avec un indice des directeurs d'achats inférieur à 50.
- La politique monétaire de la BNS devrait rester calquée sur celle de la BCE.

Japon

- Les exportations souffrent de tensions commerciales durables, sur fond d'inflation sous-jacente atone.
- La marge d'assouplissement de la politique monétaire est mince, mais la banque centrale pourrait adapter son « contrôle de la courbe des taux » afin de limiter les risques baissiers.

Des rendements positifs uniquement en Grèce et en Italie



Tous les banquiers centraux semblent d'accord pour préconiser la prudence. Après le discours accommodant du président de la BCE Mario Draghi à Sintra, la réunion de juin de la Réserve fédérale américaine laissait présager des baisses de taux pour cette année. En Europe, actions et obligations d'entreprises se sont appréciées en conséquence alors de plus en plus de produits de taux basculaient en territoire négatif. Seuls les emprunts d'Etat italiens et grecs à cinq ans restent rémunérateurs, tandis que le stock global d'obligations à taux négatif atteint un montant de 12 500 milliards de dollars. La position accommodante de la Fed a également tiré les bons du Trésor américain à 10 ans sous la barre des 2% malgré des perspectives économiques toujours solides. Pourtant, l'activité a ralenti dans l'industrie et le litige commercial pèse sur les perspectives, parallèlement à des prévisions d'inflation en baisse. On peut donc comprendre que les banques centrales soient plus prudentes, ce qui devrait plutôt protéger les obligations d'entreprises. Nous sommes donc moins pessimistes, même si les fondamentaux du crédit nous paraissent fragiles, d'où notre positionnement neutre mais un peu plus offensif sur certains segments comme les obligations d'entreprises européennes. Quant aux emprunts d'Etat, les rendements déjà au plus bas pourraient chuter encore davantage sous l'effet des mesures accommodantes des banques centrales.

Actions

Davantage de prudence après la flambée des cours

Etats-Unis

- La correction du marché d'actions en mai fut de courte durée. Les prévisions croissantes de baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale ont engendré une vive remontée des cours des actions internationales en général et américaines en particulier.
- Dans l'ensemble, nous restons favorables aux actions américaines en raison de la position accommodante de la Réserve fédérale couplée à l'indéfectible vigueur de l'économie par rapport aux autres pays.

Zone euro

- Les actions de la zone euro sous-performent les marchés boursiers internationaux depuis le début de l'année, en raison entre autres des préoccupations que suscite chez les investisseurs l'atonie de la croissance dans la région.

Royaume-Uni

- Le Royaume-Uni reste très absorbé par ses propres problèmes et l'incertitude du Brexit devrait perdurer au cours des trois prochains mois.
- Les retombées de cette incertitude pèseront davantage sur les actions plus exposées au marché intérieur (petites capitalisations) que sur les grandes valeurs internationalisées (grandes capitalisations).

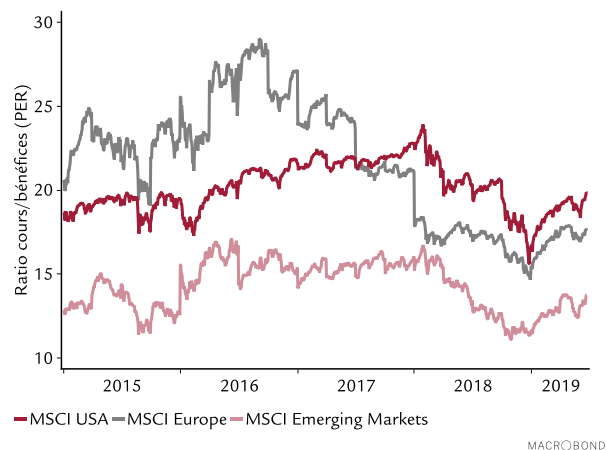
Suisse

- L'incertitude géopolitique croissante a incité de nombreux investisseurs à privilégier le marché d'actions suisse, qui affiche en conséquence une progression exceptionnelle depuis le début de l'année.
- Parallèlement, les perspectives conjoncturelles se sont dégradées en Suisse également. Nous restons modérément favorables aux actions helvétiques, tout en suivant de très près les publications de statistiques économiques.

Japon

- Ces derniers mois, la Bourse japonaise a autant souffert que les autres grands indices boursiers du monde lors des épisodes de correction des marchés, mais elle a ensuite moins profité que les autres des phases de redressement.
- Les faits semblent confirmer le bien-fondé de notre sous-pondération sur les actions japonaises et nous ne voyons aucun élément susceptible de modifier notre opinion à l'heure actuelle.

Un PER élevé en l'absence d'alternative aux actions



Les marchés d'actions se sont de nouveau enflammés en juin, les investisseurs pariant nettement sur l'assouplissement de la politique des banques centrales. Les craintes liées au conflit commercial sino-américain sont passées au second plan même si elles demeurent tout aussi justifiées qu'avant la dernière remontée des cours. Les deux pays devraient poursuivre leurs négociations lors du sommet du G20 d'Osaka mais, sachant que le gouvernement américain a commencé à restreindre les possibilités commerciales d'une entreprise chinoise de tout premier ordre (Huawei), le conflit pourrait encore s'envenimer, surtout si la Chine riposte en empêchant certaines sociétés américaines de vendre leurs produits sur son propre marché. Ce risque accru d'aggravation dans un contexte de hausse déjà considérable des marchés boursiers depuis le début de l'année nous incite à davantage de prudence à l'égard des actions. Celles-ci restent plus attrayantes que d'autres catégories d'actifs en raison des taux d'intérêt ultra-bas. Même si des multiples comme le ratio cours/bénéfices (PER) ont déjà sensiblement augmenté du fait des importants rachats d'actions des entreprises, du faible coût du financement et tout simplement de l'absence d'autres placements intéressants, un retournement semble improbable tant que les taux d'intérêt resteront bas. En revanche, outre le risque politique déjà cité, il se pourrait que les investisseurs attendent davantage de baisses de taux que ne le prévoient effectivement les banques centrales, ce qui suppose un risque de correction rapide. Face à cette éventualité, nous suivons une politique de réduction du risque à base de stratégies de volatilité minimum et de protection au moyen d'options.

Devises

Un USD fort malgré les baisses de taux attendues

Etats-Unis

- L'USD s'est globalement déprécié au cours du mois écoulé, les marchés relevant fortement leurs prévisions de baisse des taux de la Réserve fédérale.
- Nous attendons en tout 50 points de base de réduction « préventive » des taux directeurs américains cette année, soit moins que ce que prévoient les marchés actuellement. L'USD devrait en outre continuer de bénéficier de la surperformance constante de l'économie américaine et des épisodes d'hostilité au risque sur les marchés financiers.

Zone euro

- L'EUR est brièvement retombé en juin suite au discours très accommodant du président de la BCE à Sintra mais l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne s'est réduit, au profit de l'EUR face à l'USD.
- La prudence de la BCE et l'altération des perspectives pour les exportateurs de la zone euro due au conflit commercial devraient selon nous tirer de nouveau l'EUR à la baisse.

Royaume-Uni

- La GBP a souffert le mois dernier du fait que les principaux prétendants à la succession de Theresa May n'excluent pas de Brexit sans accord en cas d'échec des nouvelles négociations avec l'UE.
- La probabilité de sortie sans accord reste selon à 30%. Le taux de change GBP/USD devrait selon rester à son faible niveau actuel.

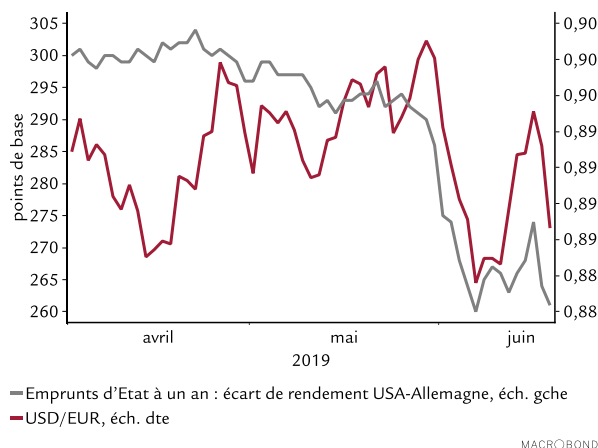
Suisse

- Ces 30 derniers jours, le CHF s'est encore un peu apprécié face à l'EUR et à l'USD.
- Concernant les actifs risqués, nous tablons sur un retour de la volatilité lorsque les problèmes politiques repasseront sur le devant de la scène. Nous restons donc favorables au CHF par rapport aux monnaies cycliques comme l'EUR.

Japon

- Stable jusqu'à la réunion de la Fed, le JPY/USD s'est déprécié avec le virage accommodant de la banque centrale américaine.
- Partant du principe que les risques géopolitiques ne faibliront pas, nous restons haussiers sur le JPY par rapport à toutes les autres grandes monnaies.

L'USD/EUR sous l'influence des différentiels de taux en juin



Après un mois principalement influencé par les risques politiques, le marché des changes s'est de nouveau focalisé sur l'évolution de la politique des banques centrales en juin. Les investisseurs accordent une plus forte probabilité à une réduction des taux directeurs américains et la Réserve fédérale a répondu à leurs attentes en envoyant un signal très accommodant à sa réunion de juin. Après un certain décalage, les prévisions d'assouplissement se sont également multipliées pour la BCE, ce qui n'a altéré que provisoirement la vigueur de l'EUR/USD. Nous doutons que la Fed se lance dans un véritable cycle de baisse des taux mais prévoyons une réduction « préventive » d'environ 50 points de base contre les risques de guerre commerciale. Le marché attend davantage et pourrait revoir ses projections à un certain moment, ce qui bride le potentiel baissier de l'USD. Compte tenu de l'attitude accommodante de la BCE et de la surperformance économique des Etats-Unis, nous sommes plutôt d'avis que l'USD continuera de s'apprécier par rapport à l'EUR. Du côté des risques politiques, le conflit commercial devrait encore dégénérer et aucune bonne nouvelle ne devrait venir du Brexit à court terme. Une aggravation des tensions commerciales engendrerait des accès d'hostilité au risque sur les marchés financiers, ce qui nous incite à rester haussiers sur le JPY face à toutes les autres grandes monnaies et à prévoir une hausse du CHF par rapport à l'EUR (JPY et CHF étant considérées comme des monnaies refuge). Quant au Brexit, la GBP semble déjà intégrer nombre d'éléments négatifs mais nous préférons rester neutres sur le taux de change GBP/USD en raison de l'incertitude considérable qui va encore régner ces trois prochains mois.

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 le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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 et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Royaume-Uni :** la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.