

Août 2023

A retenir

- Etats-Unis : les indicateurs avancés signalent toujours un ralentissement conjoncturel
- Zone euro : malgré une inflation en repli, la BCE juge prématuré de lever l'alerte
- Chine : après un 2^e trimestre en demi-teinte, le plan de relance espéré a fait faux bond

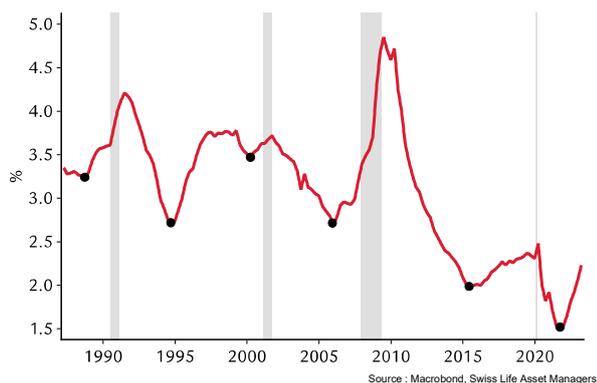
Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,5% ↑	1,6% ↑	0,1% ↓	0,5%	4,0% ↓	4,1%	2,5%	2,6%
Zone euro	0,4%	0,5% ↓	0,8%	0,9%	5,5%	5,4%	2,4%	2,4%
Allemagne	-0,2%	-0,3% ↓	0,6%	1,1%	6,0%	5,9% ↓	2,3%	2,6% ↑
France	0,5% ↓	0,6%	0,9%	0,9%	4,8%	5,1% ↓	2,1%	2,5% ↓
Italie	1,1%	1,1% ↑	0,6%	0,8%	6,1%	6,1%	2,1%	2,5%
Espagne	1,8%	2,1% ↑	1,2%	1,5%	3,5% ↓	3,6% ↓	2,2% ↓	2,9%
Royaume-Uni	0,0%	0,1%	0,4%	0,4% ↓	7,6% ↑	7,4% ↑	2,9% ↑	3,2%
Suisse	0,7%	0,8% ↑	1,3% ↓	1,4%	2,1%	2,3% ↓	1,6%	1,5% ↑
Japon	1,2%	1,2% ↑	0,7%	1,0%	2,7%	2,9% ↑	1,2%	1,7% ↑
Chine	5,1% ↓	5,5% ↓	4,9% ↓	4,8% ↓	0,7% ↓	1,0% ↓	1,5% ↓	2,1% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 juillet 2023

Graphique du mois

Etats-Unis : taux de défaillance sur les crédits à la consommation, creux cycliques (points) et récessions (barres grises) surlignés



Aux Etats-Unis, la récession s'installe seulement lorsque la solide consommation des ménages ralentit. Si les indicateurs avancés de l'industrie et de l'immobilier sont dans le rouge depuis un moment, le souci avec la consommation est que de nombreux signaux ne basculeront que lorsque la récession sera déjà là. Le taux de défaillance sur les crédits à la consommation, assurément le meilleur indicateur avancé, augmente généralement un an ou deux avant le début d'une récession. Avant octobre 2021, il se trouvait à de faibles niveaux et progresse depuis. Selon nous, la hausse des taux et des conditions d'accès au crédit plus strictes freineront de plus en plus la consommation.

Etats-Unis

Atterrissage en douceur, un leurre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 1,5%	2023 : 1,6%
2024 : 0,1%	2024 : 0,5%

Les dernières données économiques américaines font état d'un bon bilan en ce milieu d'année, alors que l'inflation poursuit son repli en juin. Sur les marchés financiers, cela a alimenté l'idée que la fin du cycle de resserrement et même un « atterrissage en douceur » étaient imminents. Si la première hypothèse correspond à nos prévisions, la seconde nous semble improbable. Notre conception d'un atterrissage en douceur, dans l'environnement actuel, est une réaccélération de la croissance doublée d'une inflation qui poursuit sa décline. Pareille combinaison ne serait envisageable que sur une très brève période, car un nouvel accès de demande causerait rapidement une nouvelle poussée d'inflation. Cela étant, les données légèrement meilleures qu'attendu signifient que l'effet de ralentissement de la hausse des taux interviendra plus tard, notamment dans le tertiaire et sur le marché du travail. Nous avons donc légèrement décalé notre prévision de ralentissement économique, ce qui explique le chiffre plus élevé pour 2023 et plus faible pour 2024. Ce ralentissement reste probable si l'on considère les indicateurs avancés : Inversion de la courbe des taux américains, repli du fret routier et ferroviaire de marchandises, hausse des défaillances de crédit (voir « Graphique du mois »), baisse des transactions immobilières ou encore repli de l'intérêt.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,0%	2023 : 4,1%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

L'inflation globale et la sous-jacente ont reculé plus fortement que prévu en juin, respectivement à 3,0% et 4,8%. Cette baisse a été relativement concentré ; l'inflation du poste moyen dans la distribution de celle-ci était encore de 6,4% en juin. Par rapport à mai, la baisse de prix des billets d'avion, dans l'hôtellerie et des véhicules de location a contribué au repli de l'inflation. L'effet de base de l'énergie disparaissant, l'inflation globale devrait évoluer autour de 3% d'ici fin 2023 malgré la baisse continue de l'inflation sous-jacente.

Zone euro

La BCE va-t-elle trop loin ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,4%	2023 : 0,5%
2024 : 0,8%	2024 : 0,9%

Dans la zone euro, l'inflation a baissé un peu plus que prévu en juin, de 6,1% à 5,5%. Parallèlement, la plupart des indicateurs économiques ont déçu ces dernières semaines. La BCE s'est malgré tout montrée déterminée à relever les taux au moins une fois de plus ; elle a même révisé à la hausse sa prévision d'inflation à moyen terme. Les craintes que la BCE aille trop loin dans son resserrement monétaire se sont donc multipliées, et ce ne serait pas la première fois que celle-ci se verrait obligée de rétro pédaler à toute vitesse. Nous voyons deux scénarios où cela serait le cas. Primo : si, contrairement à nos prévisions, les hausses de taux déjà effectuées engendraient une crise économique majeure où l'inflation passerait très vite sous l'objectif de la banque centrale. Nous estimons à 20% la probabilité de réalisation de ce scénario. Selon nous, une croissance toujours atone et une inflation tenace sont bien plus probables (65%). Les indicateurs économiques livrent des signaux contrastés : l'industrie est à la peine, mais moins que ce que les enquêtes laissent supposer. Le moral des ménages reste morose, mais s'améliore depuis le creux hivernal. Enfin, le marché du travail demeure solide, même avec le revirement des indicateurs à haute fréquence évoluant à un niveau élevé.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,5%	2023 : 5,4%
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%

Secundo, la BCE aurait tort si l'inflation, dans le tertiaire notamment, était surtout le résultat de facteurs externes et qu'elle baissera ainsi plus rapidement qu'attendu après la normalisation des chaînes logistiques et le repli des prix de l'énergie, indépendamment de la politique monétaire. Dans ce cas, la BCE aurait alors trop augmenté les taux dans une phase de fragilité économique. L'inflation sous-jacente et celle dans le tertiaire toujours élevées, ainsi que la solidité de l'emploi, contredisent ce scénario, selon nous.

Allemagne

Nouvelle stratégie face à la Chine

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,2%	2023 : -0,3%
2024 : 0,6%	2024 : 1,1%

L'industrie allemande ralentit : en mai, la production du secteur a encore reculé, pesant sur la croissance du 2^e trimestre. D'après une enquête de la Commission européenne, les entreprises allemandes estiment que, depuis l'automne 2022, leur compétitivité hors de l'UE n'a jamais été aussi mauvaise, et elle est nettement inférieure à celles de leurs homologues des autres grands pays de l'UEM. Les prix de l'énergie toujours plus élevés en sont une raison majeure. Dévoilée mi-juillet, la stratégie du gouvernement fédéral vis-à-vis de la Chine indique en outre que l'Allemagne s'inquiète de plus en plus des relations asymétriques avec Pékin. Quatrième destination à l'export et premier pays de provenance des importations, la Chine demeure le principal partenaire commercial unique de Berlin. La nouvelle stratégie met l'accent sur la réduction des dépendances dans les domaines clés et la limitation des risques, en matière de cybersécurité par exemple. Berlin adopte ainsi une rhétorique plus critique vis-à-vis de Pékin, bien moins virulente que celle de Washington toutefois. Cette stratégie souligne la tendance mondiale vers des relations commerciales diversifiées qui, outre la Chine, se concentre de plus en plus sur d'autres débouchés et marchés de production.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 5,9%
2024 : 2,3%	2024 : 2,6%

La nouvelle hausse de l'inflation annuelle en juin, à 6,4%, était prévisible en considérant les effets de base. Les évolutions mensuelles de prix corrigées des variations saisonnières révèlent toutefois que la pression des prix demeure élevée, tant dans le tertiaire que pour les biens de consommation (hors énergie). Certes, les prix à la production baissent chaque mois depuis octobre 2022, mais si l'on exclut les produits énergétiques, le recul n'a commencé qu'en avril 2023. La pression sur les biens de consommation (hors énergie) ne devrait baisser que de manière différée.

France

Du fracas au murmure

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,6%
2024 : 0,9%	2024 : 0,9%

Soudainement, il semble que le calme soit revenu en France : Emmanuel Macron fuit le public depuis des semaines, bien que le besoin d'explications reste important depuis la réforme des retraites et surtout après les récentes émeutes. De plus, le remaniement ministériel n'est qu'un ajustement à la marge. Avec le début des vacances d'été, le tempo des indicateurs économiques ralentit, avec quelques notes d'une gamme mineure çà et là. Un constat particulièrement vrai dans le secteur manufacturier, où les chiffres avancés du PMI industriel en juillet signalent un nouveau repli de la dynamique. Les nouvelles commandes ont baissé par rapport au mois précédent. Une situation qui concorde avec une enquête de l'INSEE, qui révèle que les entreprises interrogées sont plus réservées qu'en novembre 2020 quant aux perspectives de production future de leurs propres activités. Le tempo a ralenti également dans le tertiaire : d'après le PMI du secteur, la marche des affaires s'est également enrayée ces deux derniers mois. Considérant l'arrêt progressif du moteur de la conjoncture française, de plus en plus de voix vont crescendo en appelant la BCE à cesser son durcissement de politique monétaire.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 5,1%
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%

Selon la Banque de France, un nombre croissant d'entreprises baissent leurs prix de vente. Le constat qui ressort des chiffres des enquêtes auprès des directeurs d'achat du secondaire et du tertiaire est identique. En outre, les attentes d'inflation des consommateurs et des investisseurs en obligations d'État protégées contre l'inflation ont également diminué récemment. Cela est conforme à nos prévisions : nous tablons sur un repli du taux d'inflation de 4,5% actuellement à environ 2,5% au 4^e trimestre 2023.

Italie

Le plein de confiance

L'Italie a livré une bonne surprise sur le plan de la croissance économique et a aussi gagné en confiance sur les marchés financiers. En mars 2023, la BCE a commencé à ne remplacer que partiellement les obligations d'Etat arrivant à échéance, afin de réduire son bilan. Elle n'était donc plus un investisseur important dans des titres souverains italiens, faisant se propager des craintes d'une hausse des primes de risque sur ceux-ci. La demande des investisseurs nationaux comme étrangers semble toutefois intacte : la prime de risque (*spread*) par rapport aux Bunds à 10 ans a même baissé d'environ 0,8 % depuis janvier 2023. C'est un élément décisif pour la viabilité de l'endettement. Même si les taux stagnent à 4% et que l'Italie réalise une croissance nominale de 3% (croissance réelle de 1% plus 2% d'inflation), revenir du déficit budgétaire actuel à un excédent primaire de +1,3% pré-covid (moyenne 2010-2019) sera nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement. Une telle consolidation budgétaire n'est toutefois pas envisageable actuellement.

Espagne

Incertitude politique accrue

Les élections générales anticipées du 23 juillet 2023 ont livré un résultat très serré et inattendu. Les sondages donnaient l'alliance du parti de centre droit Partido Popular (PP) et du parti d'extrême droite Vox largement en tête, mais le verdict des urnes a été tout autre. Ce dernier n'a pas conféré de majorité ni à la coalition de droite ni à celle de gauche du Premier ministre en exercice, Pedro Sanchez. Bien que le PP ait gagné de nombreux sièges et soit le parti le mieux représenté, Vox en a perdu un grand nombre. Un résultat qui complique la formation d'un gouvernement et qui plonge l'Espagne dans une période d'incertitude politique. Une issue possible serait un nouveau scrutin, comme cela a déjà été le cas en 2019. De plus, un exécutif formé du PSOE, de Sumar et d'autres partis plus petits serait envisageable pour obtenir une majorité, mais il y a loin de la coupe aux lèvres. Un gouvernement minoritaire du PP avec ou sans Vox est une autre éventualité.

Suisse

La conjoncture bégaie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 1,3%	2024 : 1,4%

Ce que les chiffres du PMI du secondaire de l'ensemble des pays industrialisés suggèrent depuis des mois se traduit désormais dans les rapports sur la marche des affaires des sociétés suisses fortement exportatrices. Les nouvelles commandes laissent entrevoir un repli de la production pour le 2^e semestre. Notre scénario de référence de légère récession se vérifie actuellement pour les secteurs hautement cycliques. Pour l'heure, la propension à consommer des ménages suisses et la progression démographique portent la croissance économique globale. Néanmoins, l'indice à haute fréquence du SECO relatif à l'activité économique hebdomadaire devrait refléter précisément la santé actuelle de l'économie suisse, car il stagne depuis mai. Avec l'abaissement de notre prévision pour 2024, celles du PIB pour les années 2023 et 2024 sont légèrement inférieures à celles du consensus. A l'instar de la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse accepte un risque accru de récession en cas de poursuite des hausses de taux.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,3%
2024 : 1,6%	2024 : 1,5%

Pour le 3^e trimestre, la vigueur du franc et le reflux continu de la pression sur les prix à la production augurent d'une nouvelle baisse des taux d'inflation pour les ménages. L'inflation annuelle devrait être inférieure à 1,5% jusqu'en octobre. A court terme, les prix élevés de l'énergie sont un risque pour la prévision. Les prix du mazout a augmenté d'environ 7% par rapport à juin. Le repli de l'inflation sera stoppé cet hiver lorsque les hausses de loyers, de la TVA et des prix de l'électricité, ainsi que des ajustements tarifaires de la Poste Suisse et dans les transports publics alimenteront un nouveau rebond du renchérissement. Un nouveau pic de 2% devrait être atteint en septembre 2024.

Royaume-Uni

Des salaires toujours en hausse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,0%	2023 : 0,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,4%

En repli de 0,1% par rapport à avril, le PIB mensuel en mai a été plus solide que prévu, bien que le jour férié accordé pour le couronnement du roi Charles III ait pesé sur l'activité économique. Toutefois, c'est la production industrielle, un peu plus affaiblie, qui a le plus desservi la conjoncture. Le repli a surtout été le fait de la volatilité du secteur du gaz et de l'électricité. La croissance du secteur tertiaire a été nulle en mai, le marché du travail est toutefois resté majoritairement solide. La croissance des salaires reste forte, et a encore progressé en mai. Ce sont autant de mauvaises nouvelles pour la Banque d'Angleterre, car la pression inflationniste devrait rester à un niveau élevé. Cependant, de premiers signes d'un (très) lent ralentissement du marché du travail se dessinent, comme la hausse du taux de chômage en mai, plus forte que prévu. Tandis que la demande de main-d'œuvre demeure importante, il y a un peu moins de postes vacants. La composante d'emploi du PMI du secondaire et du tertiaire a elle aussi essuyé un nouveau repli en juillet. Le PMI du tertiaire demeure toutefois supérieur au seuil de croissance de 50 points, et il faudra du temps avant que ces effets ralentissent la croissance des salaires et fassent diminuer la pression inflationniste. Globalement, nous n'attendons pas de croissance cette année.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,6%	2023 : 7,4%
2024 : 2,9%	2024 : 3,2%

Après des mois de hausses inattendues, l'inflation a enfin baissé plus que prévu, passant à 7,9% contre 8,2% en mai. La baisse des prix à la pompe a pesé le plus, mais l'inflation des denrées alimentaires a été inférieure à celle du mois précédent. L'inflation sous-jacente a également reculé plus que prévu en juin. L'inflation des prix des services demeure toutefois bien plus tenace que celle des prix des biens.

Chine

En attendant la relance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,1%	2023 : 5,5%
2024 : 4,9%	2024 : 4,8%

Les hypothèses suggérées par les données d'avril et de mai ont été confirmées par la publication des chiffres officiels du PIB du 2^e trimestre, durant laquelle la croissance économique chinoise s'est nettement affaiblie. A 0,8% par rapport au trimestre précédent, elle est même inférieure aux attentes. En juin, la production industrielle a continué de croître plus rapidement que prévu. En revanche, les ventes au détail ont baissé de 12,7% en mai à 3,1% en juin (croissance par rapport à l'année précédente), un fort repli qui s'explique toujours par les confinements de 2022. Le secteur immobilier aussi reste fragile : tous les indicateurs clés comme les ventes, les mises en chantier et les livraisons ont nettement reculé en juin. Le commerce extérieur demeure un autre point faible de la reprise économique chinoise. Les espoirs d'un soutien à l'économie étaient placés dans un plan de relance significatif de la part de l'exécutif. La réunion de juillet du bureau politique du Parti communiste chinois était attendue avec nervosité, car elle fixe l'agenda de politique économique pour le reste l'année. Toutefois, comme prévu, il n'y a pas eu d'annonce de plan de relance majeur. A la place, des mesures modestes sont prévues, mais elles ne devraient pas avoir d'effet notable sur la croissance.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 1,0%
2024 : 1,5%	2024 : 2,1%

L'absence de surchauffe de l'économie chinoise continue de se traduire dans les données d'inflation. En juin, la hausse des prix à la consommation a déjoué les attentes et s'inscrit à 0,0% par rapport à l'an dernier. L'inflation des prix à la production glisse un peu plus en territoire déflationniste, à -5,4% par rapport à 2022, soit le niveau le plus faible depuis 2015.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Août 2023

Taux d'intérêt et obligations

Des taux au sommet ?

Etats-Unis

- Des données macroéconomiques américaines riches en bonnes surprises : le marché du travail est solide et dope la confiance des ménages. Le secteur manufacturier a montré des signes de stabilisation en juillet.
- Les rendements des obligations d'Etat sont restés dans leur marge, les T-Bonds à 10 ans passant brièvement les 4% avant de retomber, l'inflation globale diminuant malgré une inflation sous-jacente élevée.
- La Fed a relevé son taux directeur à une marge de 5,25 à 5,5%. L'évolution des données d'inflation et de croissance déterminera d'éventuelles hausses.

Zone euro

- Rendements des obligations d'Etat stables, les faibles PMI de juillet n'affectant que temporairement les marchés. Hausse des taux lors des dix premiers jours de juillet, avant une baisse le reste du mois. Les écarts des emprunts d'entreprise se sont réduits, les investisseurs gagnant en confiance.
- La BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb et suggéré que les données détermineraient ses futures décisions. Son optimisme va croissant ; selon elle, son taux est déjà plutôt restrictif, les signes de désinflation se multipliant.

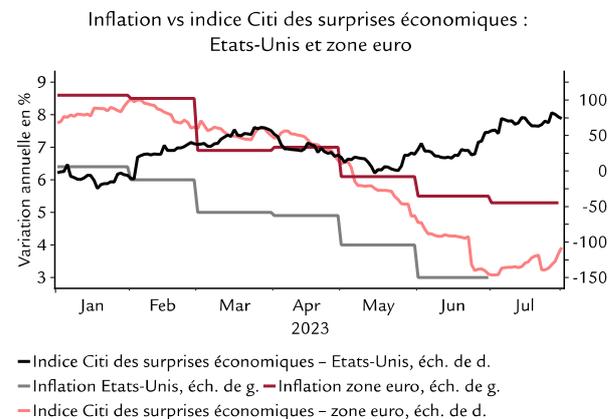
Royaume-Uni

- Le rendement des gilts a nettement chuté en juillet, l'horizon d'inflation s'améliorant, alors que celui de la croissance se dégrade un peu plus. La trajectoire de resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre a ainsi été réévaluée, devenant moins serrée.

Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération sont restés dans leur marge, l'échéance à 10 ans évoluant autour de 1%. Nul ne sait si la BNS relèvera ses taux au 2^e semestre 2023.
- L'inflation continue de décélérer, mais l'effet retardé de la hausse du taux hypothécaire de référence tirera les loyers vers le haut ces prochains mois. Le renchérissement restera sûrement proche des 2% en 2024.

Données divergentes entre les deux rives de l'Atlantique



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

A en juger par les données de juillet, l'écart entre la croissance en Europe et aux Etats-Unis se creuse. L'indice des surprises économiques de Citigroup est un bon baromètre des tendances macroéconomiques. Il dépeint une dynamique clairement négative en zone euro, et des évolutions positives aux Etats-Unis – une divergence qui pourrait influencer les attentes en matière de politique monétaire. Fait notable, les marchés n'attendent qu'une hausse supplémentaire côté BCE en septembre, et évaluent à 40% la probabilité d'une hausse côté Fed d'ici fin 2023. La théorie de taux au sommet a donc gagné en consistance, les investisseurs espérant la fin prochaine du resserrement et des rendements des obligations d'Etat culminant enfin. Si nous partageons cette opinion d'une baisse de pression inflationniste à moyen terme, il est trop tôt pour crier victoire sur ce front. Des deux côtés de l'Atlantique, le taux de chômage reste à des niveaux d'une faiblesse inédite depuis des décennies, et l'inflation sous-jacente demeure élevée. La Fed pourrait donc devoir à nouveau serrer la vis, la croissance restant solide et l'inflation tenace. En résumé, le risque de récession en Europe augmente et le ralentissement économique aux États-Unis est reporté. Nous restons prudents sur le risque de crédit et si l'inflation recule encore, nous augmenterions la duration.

Actions

Le rebond se généralise

Etats-Unis

- Le marché américain a gagné 2,8% en juillet, sa performance depuis janvier est de +20,1%.
- En juillet, la hausse s'est généralisée au-delà des grands de la tech. Prochain événement majeur : la publication des bénéfices, avec des attentes faibles. Les résultats et les ventes annoncés jusqu'ici ont été majoritairement supérieurs aux prévisions.
- La valorisation dépasse les moyennes historiques, nous continuons donc de privilégier d'autres marchés.

Zone euro

- Le marché gagne 0,7% en juillet, et 16,1% depuis début 2023.
- Depuis trois mois environ, la zone euro ne surperforme plus les Etats-Unis, ce qui coïncide avec des données économiques européennes plus faibles en comparaison.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de 2,2% pour le marché britannique en juillet, et de 4,9% depuis janvier.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, nous estimons que cela s'explique par la grande incertitude économique à laquelle le Royaume-Uni est confronté.

Suisse

- Le marché suisse a cédé 0,4% en juillet, signant 6,9% depuis janvier.
- Les titres pharmaceutiques, ainsi que Nestlé, affichent une faible performance depuis le début de l'année, et ils pèsent plus de 40% du marché.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un très bon mois de juillet, avec une performance de 4,7% ; le gain depuis début 2023 est de 9,8%, en retrait des autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises continuent de décevoir alors que la faiblesse du billet vert soutient les marchés émergents. Pékin devrait relancer son économie, ce qui, associé à un dollar en retrait, a porté un rebond de court terme.

Etats-Unis : à chaque style sa performance

Indice	En cumul		3 ans (%)	5 ans (%)
	annuel (%)	mensuel (%)		
MSCI USA	19.8	2.5	44.9	70.0
MSCI USA Equal Weight	12.4	3.6	41.8	49.5
MSCI USA Small Cap	13.2	3.7	46.9	37.2
MSCI USA Growth	36.7	2.3	43.4	96.2
MSCI USA Value	5.1	3.4	42.5	40.8
MSCI USA Momentum	0.3	0.7	10.1	34.2
MSCI USA Quality	26.8	3.0	44.9	84.8
FANG+	76.6	1.4	73.5	163.3

Source : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Depuis 2018, les différences de performance des divers styles d'investissement (*value*, *growth*, *small cap*, *quality*, *momentum* et *sentiment*) en actions américaines sont notoires. En Europe, elles sont bien moindres, et 2023 ne fait pas exception. Le plus grand écart aux Etats-Unis est celui entre les styles *value* et *growth* (qui intègre les mastodontes de la tech). Depuis janvier, ce dernier gagne 36,7%, contre 5,1% pour le premier. Etonnamment, le style *momentum* est très médiocre, à 0,3% à peine. Le rebond s'est généralisé ces dernières semaines, et les petites capitalisations notamment ont commencé à se distinguer. Comme ces dernières années, les titres de l'indice FANG+ (Microsoft, Amazon, Google, Netflix, etc.) caracolent en tête, avec un rendement total de 77% depuis janvier. L'avènement du recours intensif à l'IA est l'une des raisons majeures derrière cette surperformance spectaculaire. Le style *quality* est le seul style « classique » ayant bien fonctionné cette année. Sur les trois et cinq dernières années, les structures sont légèrement différentes. Sur trois ans, la différence de performance par style n'est pas outrancière, et seul *momentum* est nettement en retrait. Sur cinq ans, les écarts sont bien plus nets : *small cap*, *value* et *momentum* ferment la marche, FANG+ et *growth* l'ouvrent. La médiocre performance du style *momentum* malgré une évolution de marché aux fortes tendances (à court terme) est quelque peu étonnante. Une explication possible : MSCI modifie la composition de l'indice seulement une fois par semestre, un rythme trop lent ces dernières années. Ces grandes disparités signifient que les styles d'investissement classiques (p. ex. *small cap* et *value*) n'ont pas fonctionné. Elles expliquent aussi la très mauvaise performance ces cinq dernières années des fonds quantitatifs s'appuyant sur ces facteurs.

Devises

Faiblesse passagère de l'USD

Etats-Unis

- L'USD a continué de reculer en juillet, de 1,4% pondéré des échanges (toutes les données au 26 juillet 2023). C'est à la NOK, à la SEK et au CHF qu'il a cédé le plus de terrain.
- Toutefois, le billet vert devrait reprendre des couleurs en août. Les données économiques américaines surperforment, alors que l'horizon conjoncturel européen s'assombrit. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD le mois et le trimestre prochains.

Zone euro

- Quasi-stabilité de l'EUR pondéré des échanges en juillet ; les gains en première quinzaine ont été effacés en seconde.
- Outre l'argument clé avancé ci-dessus, l'avantage de carry de l'USD devrait entraîner un repli de la paire EUR/USD ces prochains mois. De plus, le positionnement long en EUR semble avoir fait son temps et risque de se retourner.

Royaume-Uni

- La GBP a pu poursuivre sur sa lancée face à l'USD en juillet, gagnant 1,65%, alors que la performance est neutre face à l'EUR.
- Suite au repli surprise de l'inflation britannique en juin, les attentes du marché, à un pic, quant aux relèvements côté Banque d'Angleterre ont diminué. La tension persistant, nous restons négatifs sur la paire GBP/USD ces prochains mois.

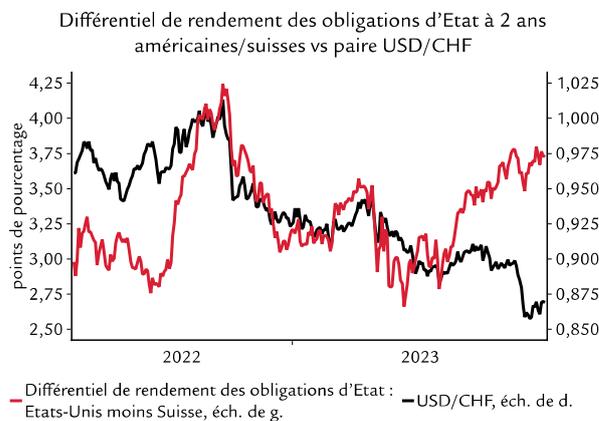
Suisse

- Solide performance du CHF en juillet ; il s'apprécie face à toutes les grandes devises, hormis la couronne norvégienne. La paire USD/CHF a même atteint un nouveau point bas à 0,8577 en cours de mois.
- A l'instar de notre prévision à trois mois, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF pour août. La BNS reste offensive, augmentant la probabilité d'un autre relèvement en septembre. Mais avec la vigueur du CHF en juillet, le potentiel de hausse semble limité considérant la juste valeur.

Japon

- La vive hausse de la paire USD/JPY en juin s'est inversée lors de la première quinzaine de juillet. Elle cède -2,8% sur le mois.
- Nous avons relevé notre perspective de long terme de neutre à haussière, tout en maintenant notre vision neutre à trois mois.

Un mois de juillet agité pour l'USD



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Pondéré des échanges et face à toutes les grandes devises, l'USD a nettement reculé en juillet, principalement en raison d'une inflation américaine plus faible qu'attendue. Cette surprise a renforcé la conviction du marché voulant que le relèvement de juillet soit le dernier du cycle, et alimenté les attentes d'un cycle d'assouplissement plus marqué en 2024. Les prévisions actuelles tablent sur des baisses de taux d'environ 100 pb au total. Ce repli a également entraîné une baisse passagère du différentiel de rendement des obligations d'Etat à 2 ans américaines et suisses, assimilable à une convergence de carry. Ainsi, le CHF s'est nettement apprécié face à l'USD, et la paire USD/CHF a signé un nouveau point bas. L'essentiel de la future dynamique de l'USD dépendra des chiffres d'inflation entre aujourd'hui et la prochaine réunion de la Fed en septembre. Si le repli de l'inflation américaine se confirme, la Fed pourrait cesser le resserrement en septembre et changer son fusil d'épaule, avec une prospective plus favorable en 2024. Toutefois, le risque de propagation prématurée de ce message positif est élevé, sans compter que les données d'activité ne cessent de surprendre en bien. Alors que les embauches ont été moins nombreuses qu'attendu en juin, le marché du travail reste solide. La confiance des ménages s'est améliorée plus que prévu en juillet. Concernant la paire EUR/USD, la dynamique économique relative reste en faveur du billet vert. A l'inverse des données économiques américaines, celles de la zone euro déçoivent. Le faible regain de croissance en Chine est une difficulté supplémentaire pour l'UEM. Nous sommes donc négatifs sur la paire EUR/USD à court et moyen terme.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.