

Août 2022

A retenir

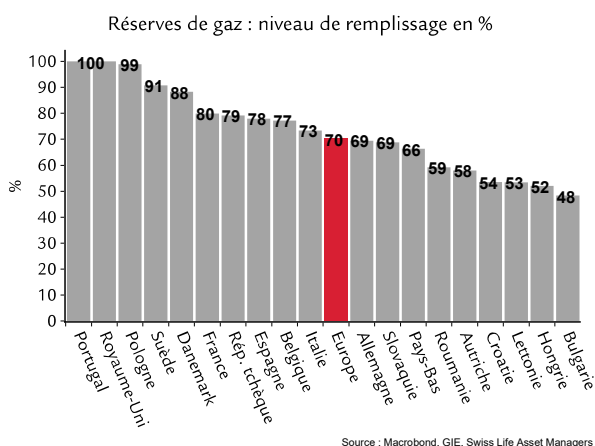
- Zone euro : la crise gazière et l'incertitude persistante devraient paralyser la croissance du PIB
- Etats-Unis et Royaume-Uni : de bons résultats et l'inflation record forcent les banques centrales à freiner
- L'état du secteur immobilier chinois est pire que prévu ; l'infrastructure est le nouveau moteur de la croissance

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2022		Croissance du PIB 2023		Inflation 2022		Inflation 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,0% ↓	2,1% ↓	0,8% ↓	1,0% ↓	8,3%	7,9% ↑	3,8%	3,7% ↑
Zone euro	2,7% ↓	2,7% ↓	1,1% ↓	1,4% ↓	7,7% ↑	7,5% ↑	3,4% ↑	3,7% ↑
Allemagne	1,6% ↓	1,6% ↓	1,0% ↓	1,6% ↓	7,2% ↑	7,2% ↑	3,7% ↑	3,6% ↑
France	2,4% ↓	2,3% ↓	1,2% ↓	1,3% ↓	5,2% ↑	5,3% ↑	2,9% ↑	3,1% ↑
Royaume-Uni	3,5%	3,3% ↓	0,1% ↓	0,5% ↓	8,6% ↑	8,6% ↑	5,3% ↑	5,6% ↑
Suisse	2,5%	2,5%	1,2%	1,5% ↓	2,6% ↑	2,6% ↑	1,5% ↑	1,4% ↑
Japon	1,3% ↓	1,6% ↓	1,6%	1,7% ↓	2,0%	2,0% ↑	1,2% ↑	1,3% ↑
Chine	3,5% ↓	4,2% ↓	5,3% ↑	5,4% ↑	2,3%	2,2%	2,0%	2,3%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 juillet 2022

Graphique du mois



Le niveau des réserves de gaz alimente toutes les conversations. Mais il faut nuancer l'interprétation. Outre-Manche, les réserves sont pleines mais seront vite consommées, tandis que les réserves autrichiennes, remplies à 50% seulement, couvrent la moitié de la consommation annuelle. En moyenne, les pays d'Europe sont en bonne voie pour atteindre l'objectif de remplissage à 80% au 1^{er} novembre, fixé par la Commission européenne. Selon les experts, cela devrait suffire pour l'hiver (avec des mesures d'accompagnement) même si le gaz russe cessait d'arriver. Toutefois, la question peu abordée jusque-là dans ce pire des scénarios reste sans réponse : comment remplir les réserves pour l'hiver 2023/2024 ?

Etats-Unis

En attendant la récession

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 2,1%
2023 : 0,8%	2023 : 1,0%

Economistes et marchés financiers sont globalement unanimes : la récession débarque en Amérique. Les débats portent principalement sur le moment où elle va se produire, et sur son ampleur. Nous réfutons l'idée parfois exprimée selon laquelle les Etats-Unis sont déjà en récession. Les chiffres du marché du travail et de l'industrie sont encore trop solides, et la consommation privée au premier semestre, en termes réels, a même légèrement progressé. Mais nous voyons poindre des signes de récession sur le marché immobilier américain. Le revirement des taux s'est très vite traduit par la hausse des taux hypothécaires, et les transactions pour les biens existants ont chuté de 16% au 1^{er} semestre. Fait intéressant, la tendance positive pour les prix des maisons subsiste, comme le montrent le Case-Shiller House Price Index (+8% au 1^{er} semestre), scruté de près, et la valeur locative propre (« Owner's Equivalent Rent ») dans l'indice des prix à la consommation (+3% sur la même période). La valeur locative propre est déterminée à l'aide d'enquêtes auprès des propriétaires de maisons, et sa dynamique a progressé récemment, ce qui contredit l'imminence d'une récession. En effet, ces deux composantes sont très sensibles aux craintes de récession. Selon nous, une légère récession en 2023 reste le scénario le plus probable.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,3%	2022 : 7,9%
2023 : 3,8%	2023 : 3,7%

L'inflation américaine est très résistante : en juin, elle est passée de 8,6% à 9,1%, poussée par la hausse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente a moins reculé que prévu (de 6,0% à 5,9%) et traduit toujours une propagation de la pression inflationniste. De nettes hausses de loyers et de la valeur locative propre (pesant respectivement 7,2% et 23,5% du panier) ont été frappantes en juin. En base mensuelle, ces composantes ont connu leur plus forte hausse depuis respectivement 1986 et 1990.

Zone euro

La BCE sort du bois

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,7%	2022 : 2,7%
2023 : 1,1%	2023 : 1,4%

Dix ans après sa promesse d'un sauvetage à tout prix de la zone euro par la BCE, Mario Draghi joue à nouveau un rôle clé dans la crise européenne, tout comme la solidarité entre les pays membres de l'union monétaire. En annonçant un relèvement de taux de 50 points de base, la BCE a cédé à la pression des marchés. En parallèle, elle a créé un instrument pour empêcher, si besoin, la crainte de fragmentation des marchés financiers de la zone euro de se matérialiser. Malgré ce geste de la BCE, Mario Draghi a dû céder son poste de Président du conseil italien pour faire place à de nouvelles élections. D'après les enquêtes auprès des investisseurs réalisées par Sentix, le risque d'une sortie de l'Italie de l'UEM est plus élevé actuellement qu'au plus fort de la crise de la dette en 2012. Et il n'y a pas que dans le cadre de la zone euro que la solidarité européenne est mise à l'épreuve. Depuis peu, des efforts communs sont nécessaires pour se défaire rapidement de la dépendance au gaz russe. De leur aboutissement dépendront de la même façon les prévisions de croissance à court terme et celles d'inflation pour la zone euro.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,7%	2022 : 7,5%
2023 : 3,4%	2023 : 3,7%

Nous relevons à nouveau nos prévisions d'inflation pour 2022 et 2023, et il en va de même pour le consensus. Nous prévoyons une nouvelle hausse du taux d'inflation à 8,9% en septembre 2022. En excluant le scénario de risque d'un effondrement de l'approvisionnement énergétique cet hiver, la dynamique inflationniste devrait ralentir. Dans le scénario de référence, le taux d'inflation reviendra à environ 2% d'ici fin 2023.

Allemagne Aux portes de la récession

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,6%	2022 : 1,6%
2023 : 1,0%	2023 : 1,6%

A l'aube du 2^e semestre, l'économie allemande essuie un sérieux coup de tabac. L'inflation persistante, l'inquiétude quant à l'approvisionnement en énergie cet hiver et la hausse des coûts de financement rendent une récession sans cesse plus probable. Selon l'institut ifo, l'ampleur des annulations dans le secteur de la construction a atteint en juin son niveau de la pandémie. Une situation qui pèse avant tout sur la confiance des consommateurs : malgré un chômage durablement faible, le moral des ménages d'après GfK est au plus bas depuis le début des mesures en 2005. Manifestement, ni la crise des subprimes, ni la crise de la dette européenne ou encore la pandémie n'ont inquiété les ménages allemands comme le fait la situation géopolitique actuelle. La santé de l'industrie allemande est particulièrement précaire : d'après les indicateurs avancés du PMI de juillet, les commandes sont à nouveau en repli. En parallèle, les stocks grossissent, la production industrielle pourrait donc reculer ces prochains mois. Sans compter que les chiffres du PMI du secteur des services ont glissé sous le seuil de croissance des 50 points en juillet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,2%	2022 : 7,2%
2023 : 3,7%	2023 : 3,6%

Les enquêtes auprès des entreprises citées plus haut indiquent une détente des délais de livraison et une augmentation des stocks. A la veille d'une possible récession, ce sont des signes avant-coureurs d'un relâchement de la pression sur les prix. La rapidité de cette évolution des prix à la consommation dépend de la dynamique des salaires à court terme et, surtout, de l'évolution des prix des énergies fossiles. La sécurité d'approvisionnement en gaz de l'Allemagne pour l'hiver reste donc la grande inconnue pour établir une prévision d'évolution de l'inflation.

France L'Hexagone résiste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,4%	2022 : 2,3%
2023 : 1,2%	2023 : 1,3%

A la lumière de l'incertitude économique régnant dans toute l'Europe, la France semble être en meilleure posture que son voisin d'outre-Rhin ou italien. Malgré la majorité perdue à l'Assemblée nationale, l'exécutif français reste en mesure d'agir, a contrario de son voisin transalpin. A la différence de l'Allemagne, l'industrie de l'Hexagone est moins dépendante au gaz russe, ce qui préserve mieux le secteur manufacturier du risque d'un rationnement de l'énergie. Néanmoins, selon les indicateurs avancés, le PMI industriel tricolore a lui aussi glissé sous les 50 points en juillet. Le secteur tertiaire est robuste et porte l'économie. Généralement, la balance des transactions courantes du tourisme est positive au 3^e trimestre. Lors de l'année précédant la pandémie, l'excédent représentait environ 1% du PIB français. Mais en France également, le scénario d'une récession est devenu possible, en raison de la hausse du coût de la vie et du financement. A l'inverse de l'économie des deux voisins mentionnés, la française est en meilleure posture, d'autant plus que toute marge de manœuvre en matière de politique fiscale sera mise à profit.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,2%	2022 : 5,3%
2023 : 2,9%	2023 : 3,1%

Parmi les quatre grandes nations de l'union monétaire, la France se distingue par un taux d'inflation comparativement faible. Une part des prix composant l'indice des prix à la consommation est fixée par l'administration, ce qui atténue la pression inflationniste, tout comme la part plus faible des composantes énergétiques. Une autre comparaison indique que la France pâtit moins de la hausse des prix à l'importation que l'Allemagne par exemple. La récente annonce de nouvelles baisses des prix des carburants en septembre et en octobre devrait nettement réduire l'impact de l'inflation.

Royaume-Uni

Une bonne surprise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 3,3%
2023 : 0,1%	2023 : 0,5%

Les présages sont très mauvais : remous politiques, hausses des taux, inflation et séquelles du Brexit sous forme d'embouteillages monstres pour les départs en vacances. Mais l'économie britannique semble défier toutes les difficultés. Les chiffres de l'activité et les résultats des enquêtes ne sont pas fameux, mais meilleurs que prévu. L'indice Citi Economic Surprise, qui compare données réelles et attentes du consensus, progresse nettement en juillet, contrairement à la même donnée aux Etats-Unis et en Europe continentale. Les chiffres mensuels du PIB pour mai traduisent une forte croissance, portée par l'industrie, la construction et la santé. En juillet, les PMI de l'industrie et des services traduisent une dynamique ralentie, mais la plupart des sous-indicateurs – hormis les commandes industrielles – restent dans un territoire de croissance et supérieurs à la zone euro. Le Royaume-Uni est ainsi le seul pays, avec la Suisse, pour lequel nous maintenons notre prévision de PIB pour 2022. En 2023, nous prévoyons toujours une légère récession, conséquence de la politique monétaire durcie et de la conjoncture mondiale plus faible. Le manque de réserves de gaz est le problème majeur pour cet hiver. En plus de sa propre production et du gaz liquéfié, Londres dépend de l'alimentation continue via un pipeline depuis la Norvège, et se trouve ici en concurrence avec l'Europe continentale.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,6%	2022 : 8,6%
2023 : 5,3%	2023 : 5,6%

Les prix du gaz et de l'électricité resteront les facteurs clés de l'inflation en 2022 et 2023. Selon nous, le Royaume-Uni devrait être l'économie des grands pays industrialisés où l'inflation moyenne sera la plus élevée en 2023. Face à une inflation sous-jacente élevée et persistante (5,8% en juin) et à des données économiques récentes meilleures que prévu, la Banque d'Angleterre pourrait accélérer son resserrement, augmentant le risque de récession pour 2023.

Suisse

Le ralentissement guette

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,5%
2023 : 1,2%	2023 : 1,5%

Contrairement à ses voisins européens, l'économie suisse s'est montrée solide jusqu'en juin. L'économie intérieure reste portée par un taux d'emploi élevé et des effets de rattrapage dans le secteur des services. Le commerce extérieur affiche également une bonne performance au 2^e trimestre. En repli immédiatement après l'attaque russe en Ukraine, l'indicateur de l'activité économique hebdomadaire (AEH) du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a regagné du terrain tout au long du 2^e trimestre. Nous prévoyons toujours pour cette période une croissance du PIB réel de 0,6% par rapport au trimestre précédent. Alors que nos prévisions de croissance pour l'année en cours ne diffèrent pas de celles du consensus, nous restons bien plus prudents quant à la conjoncture en 2023. Et ce alors que le consensus a déjà légèrement abaissé les siennes deux mois de rang. La liste des causes d'un ralentissement imminent est longue : la hausse des coûts de financement entrave l'activité de construction et accélère la tendance aux faillites, et le risque croissant de récession en Allemagne et aux Etats-Unis se traduira par une baisse de la demande étrangère. Comme ailleurs, le risque de pénurie d'électricité pèse sur les perspectives des douze prochains mois.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,6%	2022 : 2,6%
2023 : 1,5%	2023 : 1,4%

Le franc fort a déjà un effet modérateur sous forme de risque restreint d'une inflation importée. En juin, le taux de variation annuelle des prix à la production et à l'importation stagnait à 6,9%. Les prix à l'importation pèsent un quart de l'IPC suisse et comprennent les produits énergétiques. L'effet d'une baisse de ceux-ci sur l'inflation peut donc être considérable. Mais on observe encore des hausses de prix notoires dans le secteur des services.

Japon

Les Abenomics survivent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,3%	2022 : 1,6%
2023 : 1,6%	2023 : 1,7%

Peu après le choc causé par le meurtre de l'ancien premier ministre japonais Shinzo Abe, son parti libéral-démocrate et ses partenaires de coalition ont remporté une victoire éclatante aux élections législatives. Le gouvernement de l'actuel homme fort de l'archipel, Fumio Kishida, semble ainsi à l'abri jusqu'à nouvel ordre. Bien que ce dernier ait jugé insuffisant le programme économique de son prédécesseur, connu sous le vocable Abenomics, les trois piliers demeurent dans l'agenda publié en juin : politique monétaire audacieuse, politique budgétaire souple et stratégie de croissance encourageant l'investissement privé. La banque centrale japonaise suit religieusement le premier principe jusqu'ici, en étant la seule grande institution à maintenir une politique expansionniste en juillet. Elle a révisé la croissance économique prévue pour l'exercice 2022 de 2,9% à 2,4%, un scénario toujours très optimiste. En parallèle, elle a souligné l'exposition de l'économie japonaise à de grandes incertitudes, notamment le nombre record de cas de covid et les répercussions de la guerre en Ukraine. Selon le PMI de juillet, l'industrie et les services sont en territoire positif, mais leur dynamique a nettement ralenti. Pour la première fois depuis septembre 2021, les nouvelles commandes dans l'industrie ont glissé sous le seuil de croissance de 50.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 2,0%
2023 : 1,2%	2023 : 1,3%

La banque centrale japonaise juge toujours temporaire la hausse de l'inflation sous-jacente de 2,1% à 2,2% en juin. S'écarter de sa politique monétaire expansionniste nécessiterait qu'une pression durable sur les prix se traduise dans les salaires. L'indice des salaires réels reste inférieur aux pics de pandémie, et en termes nominaux, les valeurs pré-covid n'ont pas encore été dépassées (données disponibles jusqu'en mai).

Chine

En quête d'un nouveau souffle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 4,2%
2023 : 5,3%	2023 : 5,4%

Au 2^e trimestre, l'économie chinoise a ralenti bien plus que prévu ; nous abaïssons donc notre prévision du PIB de 4,3% à 3,5% pour 2022. Le secteur immobilier a livré une très mauvaise surprise. Tant les investissements immobiliers que l'activité de construction résidentielle ont signé de nets replis. L'atonie de la construction a également déclenché une vague de refus de paiement des prêts hypothécaires, car de plus en plus de logements vendus sur plan ne sont pas achevés. Jusqu'à présent, l'ampleur du boycott hypothécaire représente seulement 0,01% de toutes les hypothèques du secteur bancaire chinois. Toutefois, si le nombre de logements vendus mais inachevés augmentait, la crise de confiance s'aggraverait et induirait une baisse encore plus importante des ventes. C'est pourquoi le gouvernement intervient et pousse les banques à multiplier les prêts pour les projets inachevés. De plus, il est clairement envisagé de dispenser les acheteurs d'honorer leur hypothèque tant que les constructions ne seront pas terminées. Mais ces mesures ne serviront qu'à ralentir la tendance baïssière du secteur, et non pas à tirer la croissance vers le haut. Les jours de l'immobilier comme moteur de la croissance chinoise sont comptés. La Chine est donc en quête d'autres relais, en encourageant les investissements dans l'infrastructure et l'assemblage de produits haut de gamme.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,2%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

L'inflation reste modérée : en juin, l'indice chinois des prix à la consommation a progressé de 2,5% par rapport à 2021. L'inflation sous-jacente en particulier reste faible, à 1,0% en juin (0,9% en mai). C'est le reflet d'une demande timide en raison de l'incertitude entourant le covid et les potentiels confinements.

Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
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

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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Août 2022

Taux d'intérêt et obligations

La fin des tourments ?

Etats-Unis

- Malgré une nouvelle hausse de l'inflation, les T-Bonds à 10 ans ont cédé plus de 30 pb en juillet ; les médiocres données macroéconomiques et le repli des prix des matières premières suggèrent que le pic d'inflation est proche alors que la croissance économique ralentit.
- Le marché anticipe toujours un pic anticipé du taux directeur de la Fed et des baisses plus vives ensuite, une baisse de 50 pb étant déjà attendue pour 2023.

Zone euro

- La BCE a procédé à son premier relèvement de taux directeur en plus de 10 ans, mais les Bunds à 10 ans ont cédé 50 pb sur fond de données économiques moroses et de craintes de récession alimentées par la crise énergétique en Europe.
- Le nouvel outil anti-fragmentation de la BCE, baptisé « Transmission Protection Instrument » (TPI) n'a pas pu maîtriser l'écart entre les obligations d'Etat allemandes et italiennes, en hausse de 40 pb après la démission de Mario Draghi.

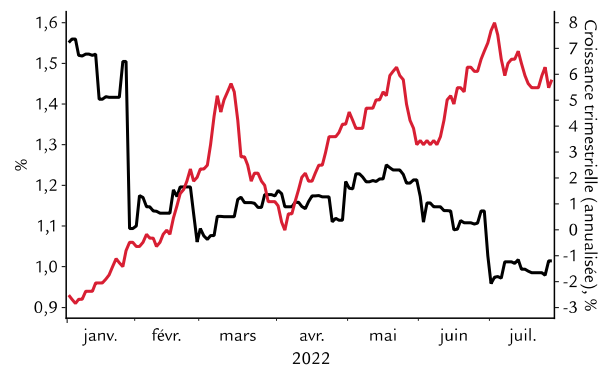
Royaume-Uni

- En juillet, le rendement des gilts à 10 ans a cédé près de 30 pb, alors qu'à 2 ans, le repli est d'environ 10 pb.
- Les marchés estiment plus probable une hausse de 50 pb que de 25 pb du taux directeur en août, malgré l'évident ralentissement de l'économie.

Suisse

- L'aplatissement des courbes de rendement du fait de la crainte de récession mondiale est aussi visible en Suisse ; l'écart entre les obligations d'Etat à 2 ans et à 10 ans se resserre de près de 50 pb.
- Après un premier relèvement agressif (50 pb) du taux directeur par la BNS, les marchés prévoient un cycle très superficiel.

Avec l'économie au ralenti, l'écart de crédit US grandit



— Ecart de crédit investment grade américain, éch. de g.

— Atlanta Fed GDPNow (prévision immédiate du PIB américain) éch. de d.

Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Banques centrales et acteurs politiques jugent les économies et les ménages des marchés développés en bonne forme, et les bilans des entreprises solides, aptes à résister au durcissement des conditions financières. Un mantra souvent entendu ces derniers mois, qui pourrait connaître le même sort que « l'inflation temporaire ». Les PMI viennent de glisser sous les 50 points, signe d'une contraction dans le secteur manufacturier. Le moral des ménages est en berne depuis un moment, sur fond d'inflation galopante et de croissance réelle négative des salaires. Au 2^e trimestre, les résultats des entreprises cèdent 6% aux Etats-Unis et 41% en Europe, tandis que le PIB américain a reculé au 1^{er} semestre 2022. L'inflation n'a même pas commencé à refluer que le marché attend une hausse de 90 pb par la Fed et de 100 pb par la BCE d'ici fin 2022, alors qu'elles réduisent leur bilan respectif. Difficile pour les marchés de savoir où se trouve le fond, et nous n'avons pas encore évoqué la situation géopolitique. Alors que des rebonds de marchés baissiers sont monnaie courante et peuvent durer, nous estimons qu'au final, les écarts de crédit vont davantage se creuser. Le pic des rendements des obligations d'Etat semble passé, mais vu le récent repli, ils pourraient grimper plus haut à court terme.

Actions

Reprise en juillet

Etats-Unis

- Après un horrible mois de juin, le marché américain a rebondi en juillet, mais cède tout de même 16,6% depuis janvier 2022 (toutes les données de cette colonne sont arrêtées au 25 juillet).
- Sauf de rares exceptions, la saison des résultats est conforme aux attentes. De nombreuses entreprises ne voient pas les prochains trimestres d'un bon œil.
- Les analystes prévoient encore une hausse des bénéfices de 5% à 10% en 2022/2023. En phase de récession, la baisse moyenne est de 15% (cf. article principal). La valorisation du marché ne reflète donc pas pleinement le risque d'une inflation même légère.

Zone euro

- Positif en juillet, le marché des actions de l'UEM cède 15,2% en 2022.
- La valorisation est intéressante, mais les conséquences de la guerre en Ukraine et la crise politique italienne pèsent. L'euro en repli améliore la compétitivité, mais relève les prix des intrants importés.

Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année. En hausse de 3,0% depuis janvier, sa performance en juillet est positive, quoiqu'en deçà de la moyenne mondiale.
- Sa valorisation est la plus faible, avec un rapport cours/bénéfice prévisionnel approchant 10 et un rendement du dividende de 4,1%.

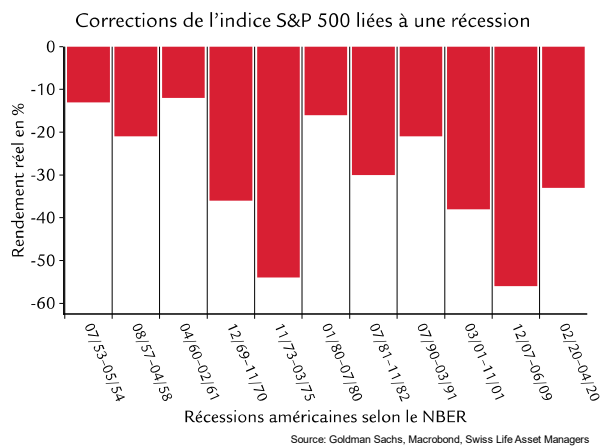
Suisse

- Le marché est en hausse en juillet, mais la performance depuis janvier reste négative, à -12,8%. Globalement, le marché suisse a fait mieux que l'euro-péen et l'américain, mais moins bien que le britannique et le nippon depuis janvier.
- Sa valorisation s'est améliorée, et des poids lourds de l'indice sont accessibles à des niveaux de valorisation inédits depuis des années.

Marchés émergents

- Juillet rouge pour les marchés émergents. Depuis janvier, la performance est de -18,1%.
- Des données économiques moroses et la dépression immobilière chinoise ont pesé. Mais Pékin déploie des mesures budgétaires et monétaires favorables. Sans autre confinement, le marché des actions affiche une valorisation très intéressante et un potentiel de rattrapage, mais les risques restent élevés.

En moyenne, une récession fait perdre 30% aux actions



Le marché américain des actions a cédé plus de 20% depuis le pic, et se trouve donc en phase baissière. Historiquement, ce type de situation intervient principalement en période de récession. Selon nos prévisions, qui intègrent une récession américaine en 2023, il n'y aura pas d'exception cette fois-ci. Sur 11 corrections liées à la récession depuis 1945, le marché américain a cédé en moyenne 30% (ajusté de l'inflation, voir graphique). Ainsi, la baisse actuelle est proche de la moyenne historique. La plus lourde chute, -56%, date de la crise financière mondiale (2007 - 2009), la plus petite de 1960 (-12%). En moyenne, les bénéfices des entreprises ont perdu 15% et le repli du marché intervient généralement sept mois avant le début de la récession. La durée entre le pic et le creux est de 14 mois, toujours en moyenne. Lors des quatre trimestres suivant la fin d'une récession, les bénéfices gagnent 17% (en moyenne). Ils retrouvent donc leur niveau pré-récession un an après la fin de celle-ci.

La situation actuelle est spéciale à bien des égards. Primo, nous vivons un cycle de resserrement des taux alors que l'inflation est au plus haut en plus de 40 ans. Secundo, les analystes prévoient une hausse des bénéfices l'an prochain, et un niveau de marges exceptionnellement élevé. Mais historiquement, les marges perdent plusieurs points de pourcentage lors d'une récession. La valorisation actuelle du marché des actions est conforme, voire légèrement inférieure aux moyennes historiques, tout en restant bien supérieure aux précédents points bas des phases baissières et des récessions. Ainsi, les actions sont près de plafonner, bien qu'un rebond temporaire soit possible si les attentes de taux évoluent ou si la situation géopolitique se détend.

Devises

L'euro sur une pente glissante

Etats-Unis

- Nouveau mois solide pour le billet vert en juillet ; il s'apprécie face à la plupart des grandes devises, à l'exception de celles des grands exportateurs de matières premières (CAD, AUD, NOK).
- L'USD a profité du carry (différentiel de taux d'intérêt) sur toute la courbe, les marchés financiers diminuant un peu partout leurs attentes de politique monétaire, notamment en Europe.
- Selon nous, la Fed reste plus déterminée à combattre l'inflation que ses homologues en Europe et au Japon, justifiant notre prévision d'un USD en hausse le mois prochain.

Zone euro

- Parmi les devises des marchés développés, l'EUR est de loin celle qui signe la plus faible performance en juillet (-2,7%), pondérée des échanges.
- La montée des risques de récession due à la crise européenne de l'énergie et à l'incertitude politique en Italie devrait faire baisser la paire EUR/USD ces prochaines semaines.

Royaume-Uni

- Stable face à l'USD en juillet, la GBP s'est appréciée face à l'EUR.
- Les données économiques sont meilleures que prévu alors que l'inflation reste très élevée. La Banque d'Angleterre devrait donc durcir sa politique monétaire plus vite que prévu. Nous relevons notre position sur la paire GBP/USD de négative à neutre.

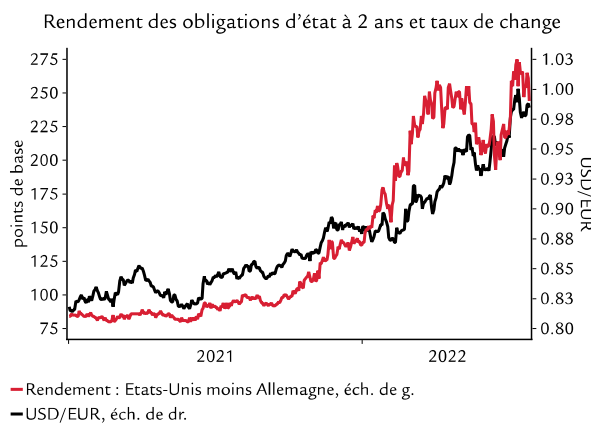
Suisse

- En juillet, le CHF a gagné 1,4%, pondéré des échanges. La paire EUR/CHF atteint un niveau historiquement bas.
- Partant, nous relevons notre position sur la paire EUR/CHF de négative à neutre.

Japon

- Un répit en juillet pour l'implacable hausse de la paire USD/JPY, le taux de change s'inscrivant entre 135 et 140.
- La Banque du Japon ne démord pas de sa politique monétaire ultra-expansionniste, ce qui pourrait affaiblir davantage le yen le mois prochain, le carry étant appelé, surtout face à l'USD, à se creuser davantage.

Les différentiels de rendement Etats-Unis/Europe à la barre



Source : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Comme la Banque nationale suisse (BNS) un mois plus tôt, la Banque centrale européenne (BCE) a surpris son monde en annonçant un relèvement de taux de 50 pb, contre 25 pb attendus. Lors de la conférence de presse suivant la décision, Christine Lagarde, présidente la BCE, a ajouté que l'euro attisait l'inflation, trahissant le malaise du conseil des gouverneurs face à la forte dépréciation de la monnaie unique depuis le début de l'année. La réunion de juillet du FOMC a été bien plus calme, et la Fed a procédé au relèvement de 75 pb attendu par les marchés.

L'idéal pour un rebond de l'EUR face à l'USD ? Pas tout à fait. La paire EUR/USD est restée proche de la parité en seconde quinzaine. Ces prochaines semaines, l'USD devrait gagner du terrain face à l'EUR, au JPY et au CHF. Comme lors des derniers mois, le carry devrait rester le principal moteur de la vigueur du billet vert (voir graphique). Malgré la bonne surprise qu'a livrée la BCE, les marchés doutent de sa capacité à mettre en œuvre un cycle de resserrement probant au vu du risque élevé de récession induit par la crise de l'énergie en Europe. Une opinion que nous partageons, mais nous jugeons que les marchés financiers sous-estiment quelque peu l'étendue du cycle entamé par la Fed. Celle-ci pourrait devoir multiplier les hausses pour lutter contre la pression inflationniste toujours élevée. Ainsi, le carry déjà favorable à l'USD pourrait encore se renforcer et porter le billet vert le mois prochain. Après la nette baisse en deçà de la parité en juin/juillet, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian

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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gr 1, NO-0161 Oslo.