

Septembre 2021

A retenir

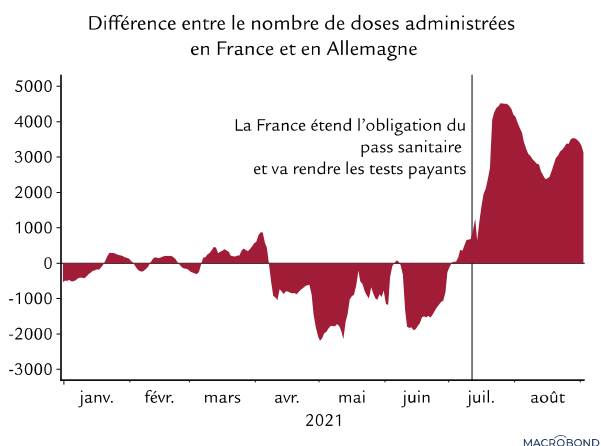
- Un « monde sous Covid-19 » reste un scénario plus probable qu'un « monde post-Covid-19 »
- Les élections en Allemagne devraient avoir un faible impact économique
- Suisse : maintien de la stabilité des prix malgré une inflation trois fois plus élevée

Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 août 2021

Graphique du mois



Alors que la Chine reste intraitable face au moindre cas de Covid, la volonté politique de réintroduire de vastes restrictions est faible en Europe et aux Etats-Unis. De part et d'autre de l'Atlantique, on espère plutôt contenir la quatrième vague grâce à une plus forte incitation à la vaccination. La France a déjà largement étendu le pass sanitaire en juillet et va rendre les tests payants. Une mesure très controversée sur le plan politique, mais si l'on compare les chiffres français de la vaccination à ceux de l'Allemagne, l'effet escompté a déjà eu lieu et d'autres pays devraient emboîter le pas. Récemment, les pays développés ont déjà lancé l'administration d'une troisième dose.

Etats-Unis

La fin de l'argent bon marché ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,2%
2022 : 3,5%	2022 : 4,4%

Aux Etats-Unis, l'euphorie de la croissance retombe un peu plus. Pour le second mois de rang, les prévisions du consensus pour 2021 sont en repli et proches de la nôtre relativement prudente, à 6,0%. En cause, des chiffres du PIB décevants au 2^e trimestre, marqué par le recul des investissements et une consommation publique plus faible. La vague Delta a fortement assombri le moral des prestataires et consommateurs au 3^e trimestre : en août, l'indice du moral des ménages de l'université du Michigan s'est même inscrit en deçà du plus bas pandémie d'avril 2020. Aussi, rien d'étonnant à ce que Jerome Powell, directeur de la Fed, ait joué la carte de la réserve lors de son discours à Jackson Hole. Il envisage certes une réduction du rachat d'emprunts, mais les hausses de taux ne suivront qu'après un certain temps. L'institution estime toujours que l'inflation est de nature temporaire et que la pression salariale va refluer sous l'effet d'entrées sur le marché du travail. De plus, l'évolution de la productivité a suivi le rythme des coûts salariaux des entreprises, atténuant également les craintes d'inflation. Dans l'ensemble, l'ère de l'argent bon marché n'est pas terminée, même si les stimuli de la politique monétaire vont s'affaiblir ces douze prochains mois.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,3%	2021 : 4,1%
2022 : 3,0%	2022 : 2,9%

Comme prévu, la dynamique américaine d'inflation a fléchi en juillet. Les prix sont certes supérieurs de 5,4% par rapport à 2020, à cause notamment d'une base de comparaison plus faible cette année-là. Par rapport au mois précédent, les prix des biens ont notamment fléchi, ceux des véhicules d'occasion ont p. ex. peu augmenté, après une croissance à deux chiffres les mois d'avant. Une fois n'est pas coutume, notons un recul surprise de l'inflation dans les services.

Zone euro

Politique budgétaire procyclique

Croissance du PIB

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

Le fonds de relance européen prend peu à peu forme. Sous le vocable « NextGenerationEU », ce sont plus de 800 milliards d'euros de prêts et subventions d'ici 2026 qui iront aux pays membres de l'UE. Le remboursement des sommes octroyées devra intervenir d'ici 2058. Souvent, les programmes budgétaires produisent leur effet procyclique avec un retard s'ajoutant à une reprise économique déjà en cours. Et ce plan ne déroge pas à la règle : cet instrument a été choisi en juillet 2020, alors que l'économie commençait à se remettre du choc précédent. Les projets et investissements, qui cibleront principalement la protection du climat et la numérisation, sont désormais prévus et seront mis en œuvre à compter de 2022. Quantifier la contribution des moyens issus du fonds de relance à la croissance sur les prochaines années relève de la gageure. Les chiffres cités par les acteurs politiques sont probablement des chiffres bruts : d'expérience japonaise, ce type de plan d'infrastructure est soumis à des effets d'annonce et d'aubaine. Certains projets auraient de toute façon vu le jour, simplement, leur financement devient plus simple. Les effets d'aubaine interviennent quand l'ensemble de la création de valeur en lien avec les projets ne peut pas être produite par des fabricants au sein de la zone euro.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%
2022 : 1,7%	2022 : 1,5%

La fourchette de l'inflation s'étend actuellement de 0,3% à Malte à 5,0% en Estonie, sa marque inférieure et son plafond restent en hausse par rapport au mois précédent. Récemment, l'inflation a reflué uniquement aux Pays-Bas. Dans notre scénario de référence, nous voyons toujours l'inflation de la zone euro graviter autour de 1,5% d'ici 2024. Aussi, rien ne presse la BCE de passer à l'action dans une optique de durcissement de sa politique monétaire.

Allemagne Comme d'habitude

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,8%	2021 : 3,3%
2022 : 3,6%	2022 : 4,4%

Même si les élections au Bundestag et les négociations pour former une coalition qui suivront attirent l'attention des analystes, le verdict des urnes n'aura que peu d'impact économique à court terme. D'un scénario peu probable d'une coalition rouge-rouge-verte, on peut s'attendre au maintien de l'actuelle politique budgétaire pour la première moitié de la législature dans toutes les configurations possibles. Fait intéressant, le SPD, en tête des sondages, présente le programme le plus restrictif sur le plan budgétaire. La raison à cela réside dans la hausse de l'imposition prévue des hauts revenus. A long terme, la question décisive de la politique budgétaire sera celle de la réintroduction des freins à l'endettement. Cette décision, qui sera en son temps nécessaire, n'influence aucunement notre prévision de croissance du PIB des dix-huit prochains mois. Celle-ci s'inscrit dans le plus petit percentile de l'univers de toutes les entreprises interrogées par Consensus Economics. Notre prudence s'explique notamment par les difficultés de livraison dans l'industrie, dont l'effet pesant est souligné par la morosité du moral des entreprises. Clairement, la résorption rapide des goulets d'étranglement de l'approvisionnement est le risque le plus important pour notre prévision des prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,8%	2021 : 2,8%
2022 : 1,9%	2022 : 1,9%

Les chiffres provisoires du mois d'août indiquent une inflation en hausse, à 3,9%. Une évolution amenant la Bundesbank à prévenir d'une hausse transitoire jusqu'à 4% à 5% d'ici la fin 2021. D'après notre estimation, le pic cyclique devrait être de 4,2% et sera atteint en novembre. La disparition prochaine de plusieurs effets exceptionnels conjurera bientôt le risque d'inflation. Nous prévoyons un taux de seulement 2,1% pour le 1^{er} trimestre 2022, soit la moitié du pic prévu.

France L'inflation franchit 2%

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 5,9%
2022 : 3,3%	2022 : 3,9%

En étendant le passe sanitaire et en annonçant la fin de la gratuité des tests, le président Emmanuel Macron a réussi à faire accélérer la vaccination (voir page 1). Paris a ainsi montré la voie à suivre au reste de l'Europe quant à la future gestion de la pandémie : tant que les variants du coronavirus pourront être combattus par la vaccination, de nouvelles mesures de restriction comme à l'époque des confinements sont très improbables et la poursuite de la reprise économique n'est pas compromise. Les difficultés de livraison côté offre et une réduction de la demande contenue causent toutefois un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Si la forte hausse du PIB de 1,1% signée au 2^e trimestre ne se reproduira pas, il reste que la croissance française affiche un rythme si soutenu que l'économie reviendra à son niveau pré-crise dès le 1^{er} trimestre 2022. Un cap symbolique dont le franchissement coïncidera avec l'élection présidentielle. Le locataire de l'Élysée profitera également de l'effet du fonds européen de relance. D'après les dernières informations, dans le cadre de ce programme d'investissement d'environ 2% de son PIB, la France se concentrera largement sur des projets verts.

Inflation

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

Les derniers chiffres de l'inflation brossent un tableau similaire à celui observé aux Etats-Unis ou en Allemagne. En France également, l'inflation annuelle a augmenté en août, à 2,4%, dépassant la cible de la BCE. D'ici la fin de l'année, il faut continuer à s'attendre à des taux supérieurs à 2%, alors qu'à long terme, les prévisions restent ancrées sous les 2%. Une situation attestée par la prévision du consensus pour 2022 et visible dans les prix du marché pour les emprunts indexés sur l'inflation.

Royaume-Uni

La pénurie de main-d'œuvre pèse

Croissance du PIB

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

Au 2^e trimestre, le Royaume-Uni a signé une croissance éblouissante de 4,8% par rapport au 1^{er}, légèrement supérieure à nos prévisions, que nous avons donc ajustées à la hausse. Malgré ce rattrapage, l'économie britannique reste à la traîne du continent. L'écart avec le niveau pré-crise persiste à 4% et devrait être comblé d'ici le 3^e trimestre 2022. Les pénuries côté offre gênent la reprise, et le marché de l'emploi s'est redressé bien plus rapidement que prévu. En juillet, il y avait 953 000 postes vacants, une première dans cette série de données, et le nombre des chômeurs a reflué. Rien d'étonnant donc à ce que les entreprises britanniques se plaignent de difficultés à recruter. Accessoirement, la situation s'est tendue du fait de barrières à l'immigration plus importantes pour les citoyens de l'UE, conséquence du Brexit. Le secteur des transports, par exemple, a perdu ses chauffeurs étrangers lors de la crise sanitaire, ce qui induit à l'heure de la reprise des retards de livraison dans l'industrie et le commerce de détail. La pression salariale a crû, mais les chiffres officiels, une hausse des salaires de 8,8% par rapport à juin 2020, sont altérés par des facteurs techniques. Corrigée de ces effets, elle devrait tout de même signer un beau 3% à 4%, selon la Banque d'Angleterre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,0%	2021 : 2,2%
2022 : 2,1%	2022 : 2,7%

Les chiffres de l'inflation en juillet confirment notre prévision (2,0% comparé à 2020), plus prudente que celle de nos concurrents. Nous n'avons donc pas modifié notre prévision pour l'ensemble de l'année 2021. Ces prochains mois, l'inflation va nettement augmenter du fait d'un effet de base (baisse temporaire de la TVA en 2020) et atteindre un pic à environ 3% en fin d'année. En 2022, nous attendons une inflation moyenne de 2,1%, nettement inférieure à la prévision du consensus.

Suisse

Nouveau régime d'inflation

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,7%
2022 : 2,5%	2022 : 2,9%

Les premières données officielles quant au PIB du 2^e trimestre ne seront publiées qu'après la clôture de la rédaction de ce document. Nous attendons une hausse de 2%, légèrement au-dessus de la médiane de 1,9% des prévisions collectées par l'agence de presse Bloomberg. Paradoxalement, nos prévisions pour l'ensemble de l'année 2021 et 2022 sont en deçà de celles du consensus. Les données déjà connues sur la dynamique conjoncturelle remettent toutefois en question l'optimisme récent, voire croissant, affiché par de nombreux instituts. Le baromètre conjoncturel du KOF a par exemple nettement infléchi sa course ces deux derniers mois, et l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO indique un tempo nettement ralenti au 3^e trimestre. Les difficultés de livraison dans l'industrie, les récentes déconvenues dans la lutte contre la pandémie et, de plus en plus, la pénurie de main-d'œuvre spécialisée dans les secteurs particulièrement touchés par les restrictions initiales entravent l'économie suisse dans la pleine exploitation de son potentiel lors des prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,4%
2022 : 0,7%	2022 : 0,6%

La hausse de l'inflation touche aussi la Suisse. Nous attendons un pic de 1,2% fin 2021. Elle reste donc confortablement installée dans la cible de 0% à 2% que la BNS assimile à la stabilité des prix. Toutefois, nous sommes en présence d'un nouveau « régime d'inflation ». Dans notre scénario de référence, nous attendons une inflation moyenne de 0,6% ces prochaines années, une valeur qui est le triple de celle de la période 2006 – 2019.

Japon

Rattrapage vaccinal

Croissance du PIB

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

D'après l'indice « Economic Surprise Index » de Citi, le Japon est l'une des rares économies à avoir récemment livré principalement de bonnes surprises dans la publication de ses chiffres. Cela tient notamment au fait que les attentes des économistes ont été revues à la baisse. Ainsi, dans sa dernière enquête, le consensus prévoyait une croissance du PIB en 2021 proche de la nôtre, prudente, à 2,4%. Nous pensons que le yo-yo oscillant entre optimisme en début d'année puis pessimisme en milieu d'année, va revenir du côté positif. Primo, après un retard patent, la campagne de vaccination a véritablement décollé : à l'heure où nous écrivons, 57% de la population avaient reçu au moins une dose. Le Japon se situe donc au niveau de la Suisse, mais contrairement à elle, son rythme vaccinal ne montre pas de signe de ralentissement. Secundo, après des performances décevantes de janvier à juillet, l'industrie devrait reprendre des couleurs. Comme en Europe, la pénurie de semi-conducteurs dans la production automobile a pesé lourd sur la conjoncture industrielle. Le Japon en est lui-même un des principaux fabricants, et a pu depuis peu nettement renforcer la production et l'exportation de ces composants, mais aussi des machines permettant leur fabrication. A cet égard, la situation des constructeurs automobiles devrait progressivement s'améliorer.

Inflation

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

Les chiffres de l'inflation japonaise pour juillet 2021 ont été publiés le 20 août – soit après le recensement des prévisions – et l'année de référence est passée de 2015 à 2020, avec une nouvelle pondération du panier-type. Les changements sont spectaculaires : en raison du poids des tarifs des communications mobiles, l'inflation globale de juin est passée de 0,2% à -0,5%. Nous avons donc revu notre prévision d'inflation pour l'année, de 0,0% à -0,3%.

Chine

Le Delta momentanément vaincu

Croissance du PIB

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

Fait inédit depuis juillet, le 24 août a marqué en Chine l'absence de cas de Covid autochtones et la présence de seulement 21 importés. La politique de tolérance zéro face au virus est donc récompensée, non sans mal pour l'économie. Les ventes au détail en juillet ont fortement déçu les attentes, progressant seulement de 8,5% par rapport à 2020. En août, le PMI du secteur non manufacturier a glissé sous la marque des 50 points, à 47,5. Les commandes effectives et leurs prévisions ont contribué à cette chute. Dans le secteur manufacturier, le PMI est aussi en repli en août, mais s'accroche à 50,1 points, juste au-dessus de la ligne de flottaison. Outre les restrictions liées au Covid, les interruptions en raison des inondations et les mesures règlementaires ont certainement pesé sur l'activité et le moral. L'incertitude générée par la vague règlementaire devrait également demeurer élevée. Récemment, la limitation des jeux en ligne a par exemple été renforcée. En outre, des risques baissiers du fait de la pandémie demeurent, même si celle-ci semble contenue pour l'heure. De plus, la mobilité s'est à nouveau fortement redressée depuis mi-août dans des villes particulièrement touchées. Nous demeurons donc tout à fait à l'aise avec nos prévisions de croissance prudentes.

Inflation

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

L'inflation annuelle des prix à la consommation recule encore en juillet, mais s'établit à 1,0%, soit légèrement au-dessus de la prévision du consensus. La déflation des prix des denrées alimentaires a faibli de -2,2%, à -0,4%, par rapport au mois précédent. L'inflation des prix à la production s'est de nouveau fixée à 9,0%, après un bref recul en juin. Selon nous, l'impact des coûts de production sur les prix à la consommation restera très limité.

Economic Research



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



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



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



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



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



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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

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

Septembre 2021

Taux d'intérêt et obligations

La volatilité des écarts de crédit se stabilise

Etats-Unis

- Les rendements des obligations d'Etat ont augmenté en août, les échéances intermédiaires (le « ventre » de la courbe) bougeant le plus, alors que les extrémités courte et très longue signent de faibles gains.
- Malgré l'appel de plusieurs responsables de la Fed à mettre fin à l'extrême souplesse de la politique monétaire, son directeur Jerome Powell s'est montré apaisant à Jackson Hole.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont également gagné quelques points de base en août, les taux en périphérie européenne suivant globalement le mouvement.
- Plusieurs membres de la BCE se montrent plus offensifs et appellent à la fin des programmes d'urgence vu l'accélération de l'inflation, mais la majorité des gouverneurs devraient soutenir la politique accommodante actuelle.

Royaume-Uni

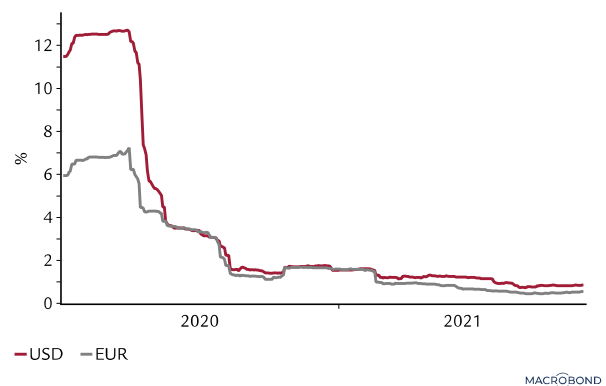
- Forte hausse des rendements à l'extrémité courte le mois dernier, ceux à deux ans atteignant 0,2%, un niveau inédit depuis le début de la pandémie.
- Tandis que la Banque d'Angleterre se montre plus offensive que ses pairs, elle juge toujours l'inflation temporaire et l'attend en repli pour atteindre 2% après une hausse passagère.

Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération ont suivi la tendance haussière générale, bien que moins fortement.
- Les données économiques suisses commencent à fléchir, les PMI sont en repli et les ventes au détail cèdent 2,6% en glissement annuel, alors que l'inflation poursuit sa modeste accélération.

La volatilité des écarts de crédit se stabilise

Volatilité effective des écarts de crédit "investment grade"
source : Bloomberg Barclays, Swiss Life AM)



Les débats autour d'une réduction des rachats d'actifs par les banques centrales (*tapering*) s'intensifient, et même la BCE y ajoute sa voix. Malgré la position accommodante réitérée par Jerome Powell à Jackson Hole, nous attendons une annonce d'un *tapering* progressif ces prochains mois. La BCE devrait passer à l'action plus tard, car la reprise et les données d'inflation globale n'ont pas encore atteint les niveaux observés aux Etats-Unis. Cela dit, nous sommes encore loin d'une normalisation côté taux directeurs et de la fin de marchés perfusés par les banques centrales. Avec les incertitudes quant à la reprise économique et le prochain variant qui frappe peut-être déjà à la porte, il serait prématuré d'appeler à la fin des interventions. Au regard du soutien technique toujours en place, il reste peu de marge pour que les écarts de crédit se creusent substantiellement. Vu la quasi-absence de volatilité de ces derniers et la surabondance de liquidités en chasse de rendements toujours en baisse, nous pensons aussi qu'une position trop haussière ne sera pas très rentable. En effet, ces écarts devraient se creuser légèrement sur fond d'une plus grande offre et d'une possible résurgence du Covid cet hiver. Faute d'un scénario d'aversion au risque, les rendements des obligations d'Etat devraient rester dans leur marge, avec une inclination à la hausse.

Actions

Excellents résultats trimestriels, valorisations élevées

Etats-Unis

- Le marché américain a gagné 2,9% en août. Les mauvaises nouvelles venues de Chine et les craintes quant au Covid ont entraîné un creux après une solide première quinzaine. Mais il a été de courte durée et peu important, les investisseurs saisissant l'aubaine pour (re)venir sur le marché. L'indice S&P 500 a signé un nouveau record, à plus de 4500 points.
- La saison de publication des résultats a été un excellent cru, et la Fed a assuré le maintien de son soutien monétaire.
- Parmi les grands marchés, l'américain est le plus cher, il y a donc peu de marge de hausse.

Zone euro

- Le marché a gagné 2,0% en août, et la correction en milieu de mois a été moindre qu'aux Etats-Unis.
- Les perspectives sont bonnes pour les marchés européens. L'économie va accélérer, la valorisation est plus intéressante que celle d'autres marchés des actions et la politique de la BCE est plus généreuse que celle de la Fed.

Royaume-Uni

- Depuis début 2021, le marché britannique des actions accuse près de 10% de retard sur l'américain et l'européen, et la sous-performance a continué en août.
- Ce marché affiche un très fort rendement du dividende et une valorisation parmi les plus basses des grands marchés.

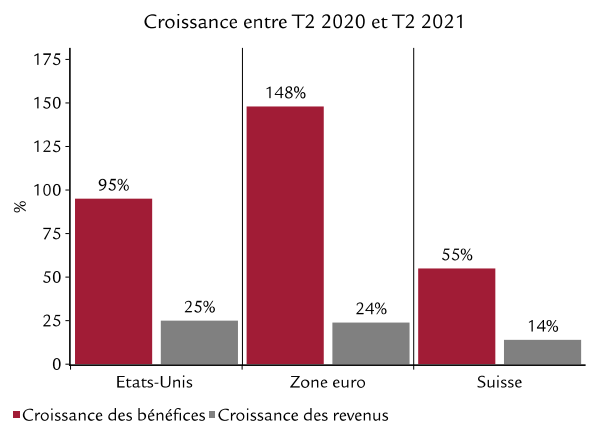
Suisse

- La performance du marché suisse des actions a imité les indices de référence mondiaux en août.
- Sa valorisation est inférieure à celle du marché américain, mais supérieure à la plupart des autres.

Marchés émergents

- Les marchés émergents sont les mauvais élèves cette année, gagnant seulement 3,0% depuis début 2021, et 2,6% en août.
- Ils ont souffert de deux maux : un retard dans la vaccination et la chute du marché chinois des actions suite à la fièvre réglementaire des autorités pékinoises.

De solides résultats au 2^e trimestre 2021



MACROBOND

Les résultats du 2^e trimestre 2021 sont impressionnants et supérieurs aux attentes. Aux Etats-Unis, les bénéfices ont presque doublé par rapport à 2020, alors qu'en zone euro et en Suisse, leur croissance atteint 148% et 55%. Environ 90% des sociétés ont dépassé les attentes, et avec une marge parmi les plus importantes de l'histoire. La croissance des revenus n'est pas en reste. Aux Etats-Unis, ils ont gagné 25%, contre respectivement 24% et 14% en Europe et en Suisse. Ce dernier chiffre est dû à deux facteurs. Primo, la baisse des bénéfices en 2020 a été bien moindre, et secundo, les secteurs cycliques (industrie, énergie) performants lors de la reprise n'ont qu'un faible poids dans l'indice suisse. Forts de ces performances, les bénéfices sont désormais supérieurs (Etats-Unis) ou égaux (UEM, Suisse) au niveau pré-crise.

Malgré cette évolution positive, nous sommes légèrement plus prudents quant aux actions. Il y a trois raisons à cela. Primo, le soutien monétaire est moins généreux qu'il y a quelques mois, la moindre croissance de l'offre monétaire en est la preuve. Secundo, les valorisations sont très élevées, surtout aux Etats-Unis : le S&P 500 est p. ex. 40% supérieur à son niveau de fin 2019, les bénéfices affichent eux +15%. Tertio, il y a bien longtemps que les marchés des actions n'ont pas connu de correction d'au moins 5%.

Devises

Pas de « taper tantrum », mais un billet vert soutenu

Etats-Unis

- L'USD s'est apprécié sur la première quinzaine d'août, le débat sur le *tapering* se densifiant. A Jackson Hole, le directeur de la Fed Jerome Powell s'est voulu rassurant, ce qui a pesé sur la performance de l'USD en fin de mois.
- Nous maintenons notre prévision à moyen terme, à savoir un USD bien soutenu et un potentiel d'appréciation en septembre en raison de son carry (avantage de taux).

Zone euro

- Bonne surprise de l'activité économique de l'UEM en août, notamment à la périphérie, où l'inflation accélère encore, suscitant un alarmisme certain dans la presse et des commentaires offensifs de certains responsables de la BCE.
- Néanmoins, nous ne voyons pas l'opinion répandue au sein du conseil des gouverneurs évoluer vers une position plus offensive, limitant la marge d'appréciation de l'EUR. Pour ce mois, nous sommes négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La paire GBP/EUR a atteint un nouveau pic post-crise à 1,18 dans la 1^{re} quinzaine du mois, portée par de bonnes données économiques, avant de s'essouffler en seconde.
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire GBP/USD, mais voyons une hausse pour GBP/EUR.

Suisse

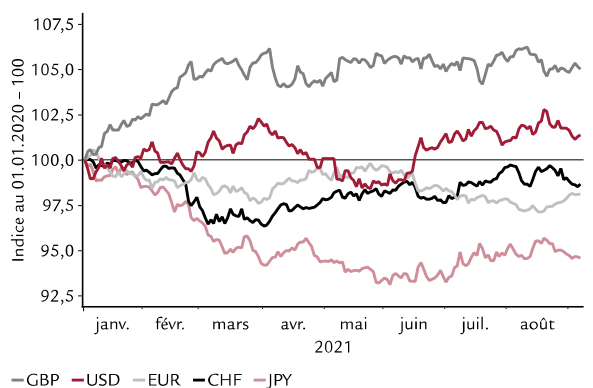
- Après le net repli de l'EUR/CHF en juillet, le goût retrouvé du risque parmi les investisseurs a porté l'EUR face au CHF en août.
- Mais nous ne voyons pas pour autant de hausse substantielle de cette paire, les différentiels de taux étant très faibles et les risques de l'évolution pandémique importants.

Japon

- Un mois calme pour la paire JPY/USD, gravitant autour de 110.
- Optimistes sur l'USD, nous le sommes également sur la paire USD/JPY.

Le billet vert va encore surperformer ce mois

Indices de devises pondérés des échanges (source : Deutsche Bank)



MACROBOND

En août, les attentes quant à la politique monétaire américaine ont animé les marchés des changes. Le débat sur le *tapering* s'est largement densifié, portant l'USD. Offensifs, des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) ont même évoqué une réduction aussi rapide que possible du rachat d'actifs. Le compte-rendu de la réunion du FOMC des 27 et 28 juillet, publié le 18 août, révèle que « la plupart des participants » convenaient que les conditions d'un *tapering* devraient être réunies dès cette année. Une opinion majoritaire réitérée par le directeur de la Fed Jerome Powell, dans son discours très attendu lors de la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole. Le FOMC devrait donner un « signal » le 22 septembre lors de sa prochaine déclaration suite à sa réunion, doublée d'une annonce officielle détaillant notamment les projets de *tapering* à suivre en novembre 2021. L'approche prudente de la Fed pour préparer les marchés à la réduction des rachats d'actifs devrait éviter un « taper tantrum » comme celui ayant secoué les marchés en 2013. Jerome Powell a en outre rasséréiné les investisseurs en indiquant que la décision de réduction « ne sera pas un signal direct de relèvement des taux, pour lequel nous avons mis en place un test différent et bien plus exigeant ». Le billet vert a cédé un peu de terrain suite à ces annonces. Nous attendons en effet la première hausse des taux directeurs au T2 2023. Ce sera plus tôt que dans la plupart des marchés développés, le billet vert devrait donc toujours profiter de son carry et figurer parmi les devises majeures les plus performantes en 2021 (voir graphique).

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

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