

Août 2020

A retenir

- La reprise suit son cours, avec des dynamiques à court terme plus puissantes en Europe qu'aux Etats-Unis.
- PIB : mois d'avril décevant en France, faible mois de mai au Royaume-Uni, mais la Chine se redresse plus vite.
- Si les risques politiques refluent dans la zone euro grâce au plan d'émission de dette, les tensions géopolitiques sino-américaines s'accroissent en revanche.

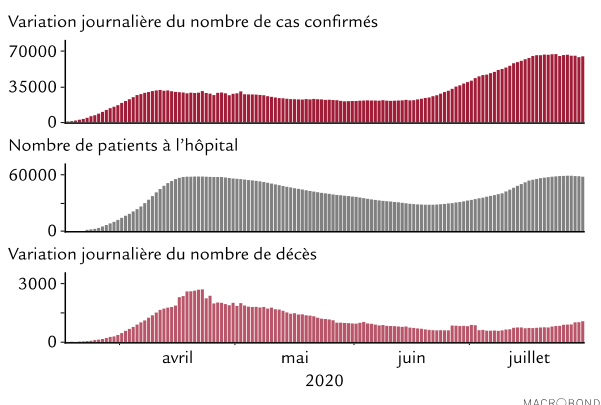
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 13.07.2020

Graphique du mois

Pandémie de COVID-19 aux Etats-Unis, moyennes sur 7 jours



La pandémie semble impossible à maîtriser aux Etats-Unis. Le virus s'étend à des régions peu touchées jusqu'ici et juillet a connu de nouveaux pics d'infection. Pourtant, même compte tenu du décalage temporel, les hospitalisations et décès imputables au COVID-19 restent inférieurs à ce qu'une telle envolée laisserait penser, peut-être grâce à davantage de tests, à une prévalence supérieure chez les jeunes, à des traitements plus efficaces ou à des capacités hospitalières plus importantes. A quelques rares exceptions locales près, le système de santé américain n'est pas surchargé. Vu la stabilisation récente des nouveaux cas quotidiens, personne n'envisage sérieusement de reconfiner, surtout dans les Etats conservateurs du Sud et du Midwest.

Etats-Unis

Freinage au troisième trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,7%	2020 : -5,3%
2021 : 4,3%	2021 : 4,0%

Entre maîtrise de la pandémie et réduction du coût économique, la plupart des Etats américains ont visiblement choisi la deuxième option. La fermeture des bars constitue la plus stricte des mesures prises au Texas et en Floride, les autres Etats se contentant de suspendre (mais pas d'abandonner) leurs plans de réouverture de l'économie. La Californie fait exception, la majorité de ses comtés imposant de nombreuses restrictions aux activités en intérieur dès mi-juillet, un confinement partiel significatif sachant que la Californie produit 15% du PIB américain. Mais même dans les Etats les plus réticents, les statistiques de déplacements de Google et la stabilisation des nouveaux cas quotidiens montrent que les Américains prennent volontairement leurs distances, ce qui touchera l'activité économique de juillet et pèsera sur la reprise de ce trimestre après la spectaculaire amélioration du deuxième trimestre qui avait conduit au nouveau record de l'indice Citi. Si nous pensons toujours que la résistance du pays à la récession et sa croissance en 2020 dépasseront les attentes du consensus, les dynamiques économiques vont sans doute migrer vers l'Europe, au potentiel de reprise indéniablement supérieur, comme l'ont montré les indices des directeurs d'achats de juillet, meilleurs dans la zone euro et au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis, tant dans l'industrie que dans les services.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,0%	2020 : 0,8%
2021 : 1,6%	2021 : 1,7%

L'inflation totale annuelle s'est spectaculairement redressée en juin, pour passer de 0,1% à 0,6%, principalement sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie. C'est l'inflation sous-jacente qui a le plus surpris puisque, après trois mois de recul des prix des biens sous-jacents, le redémarrage de la demande les a orientés à la hausse. La baisse récente du taux de change effectif du dollar pouvant accentuer la pression inflationniste, nous avons relevé de 0,8% à 1,0% notre projection 2020.

Zone euro

Comblent l'écart (de crédit)

Croissance du PIB

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

Au plus fort de la pandémie en Italie début mars, la présidente de la BCE avait déclaré, dans son discours appelant les gouvernements à intervenir pour modérer l'impact économique du COVID-19, que le rôle de la banque centrale européenne n'était « pas de combler les écarts » entre le coût du crédit des différents Etats membres. Quatre mois plus tard, les dirigeants de l'UE faisaient faire au plan de relance un bond de géant en s'accordant sur la toute première émission de dette communautaire, à hauteur de centaines de milliards d'euros. L'écart entre l'emprunt d'Etat italien à 10 ans et le Bund allemand s'est logiquement resserré, de 279 points de base en mars à 146 fin juillet. Nous pensons bien que les mesures de relance monétaire et budgétaire seraient radicales et n'avons donc pas modifié nos prévisions de croissance à court terme. Ce pas vers (ce qui ressemble à) une union budgétaire réduit d'ailleurs les risques d'éclatement de la zone euro à long terme. En outre, les indices des directeurs d'achats préliminaires de juillet dénotaient une accélération dans l'industrie manufacturière et les services. La poursuite de cette tendance dépendra de la maîtrise de l'épidémie. D'après l'indice de rigueur des mesures de confinement de l'université d'Oxford, au moins cinq Etats de l'UEM (dont l'Italie et l'Espagne) auraient dû reprendre des mesures restrictives récemment.

Inflation

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

La BCE doit veiller à la stabilité des prix, c'est-à-dire à ce que l'inflation se rapproche, sans l'atteindre, de la barre des 2%. Or, l'objectif est aujourd'hui loin d'être atteint. A 1,8%, l'inflation slovaque est la plus élevée des 19 pays de la zone euro. Certains redoutent une flambée des prix en invoquant les effets éventuels de la démondialisation et de la relance monétaire, mais seul l'avenir nous dira si la tendance désinflationniste des 30 dernières années prendra bien fin en 2020.

Allemagne

Jusqu'ici, tout va bien !

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -6,3%
2021 : 3,8%	2021 : 5,0%

A l'heure où nous écrivons, une seule circonscription affichait un taux d'infection au COVID-19 supérieur au seuil allemand de déclenchement des mesures de reconfinement (50 pour 100 000 habitants sur sept jours). Les nouveaux cas hebdomadaires à fin juillet étaient toutefois plus élevés qu'au début du mois dans 11 Länder sur 16, surtout à Hambourg et à Brême. Le risque d'une deuxième vague et de nouvelles perturbations économiques est bien présent mais, pour le moment, l'activité suit son cours. En mai, les ventes de détail ont étonnamment rebondi de 14% et la confiance des ménages ne cesse de s'améliorer depuis. De même, l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services de juillet a dépassé les attentes à 56,7 points, avec une amélioration particulièrement sensible de sa composante « emploi ». L'enquête Ifo de juillet montre que le tertiaire serait entré dans la phase de reprise du cycle théorisé par l'institut à présent que l'évaluation de la situation actuelle et les perspectives d'activité sont toutes deux dans le vert, une première depuis décembre 2019. Les prévisions d'activité dans l'industrie manufacturière ont encore progressé et l'indice PMI a dépassé les 50 points, grâce à l'indicateur prospectif des nouvelles commandes, mais reste en deçà des autres pays. La composante de l'emploi manufacturier s'est dégradée, soulignant les difficultés qui persistent dans certains secteurs. La reprise est globalement visible mais seuls les chiffres du PIB du deuxième trimestre, le 30 juillet, révéleront l'ampleur du choc initial.

Inflation

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

Du 1^{er} juillet au 31 décembre, la TVA passera à respectivement 16% et 5% au lieu de 19% et 7% pour les taux normal et réduit. L'effet sur l'indice des prix à la consommation se fera sentir à partir de fin juillet. La nature temporaire de cette mesure devrait toutefois limiter son effet sur les prix finaux. Nous avons entre-temps relevé notre estimation d'inflation annuelle face aux chiffres supérieurs aux attentes publiés en juin.

France

Mieux vaut tard que jamais

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,3%	2020 : -9,9%
2021 : 7,7%	2021 : 7,0%

Alors qu'elle hésitait précédemment à rouvrir son économie, la France fait aujourd'hui partie des pays appliquant les mesures les moins restrictives selon l'indice de rigueur des mesures de confinement d'Oxford. Le nombre de cas positifs par habitant, le taux de résultats positifs des tests, le taux de reproduction du virus et le nombre d'hospitalisations ramené aux lits disponibles permettaient de classer tous les départements dans le vert à l'heure où nous écrivons ces lignes. La situation se reflète dans l'indice Google des déplacements à des fins d'achats et de divertissement, qui a rattrapé en juillet celui de l'Allemagne, précédemment en tête. Profitant de la réouverture, les services ont vu leur indice des directeurs d'achats (PMI) fortement augmenter en juillet, à 57,8, tiré par les Nouvelles affaires. L'indice PMI manufacturier, qui dépassait les 50 points pour le deuxième mois d'affilée, a déçu le consensus avec des composantes « Nouvelles commandes » et « Production future » en repli. L'institut français INSEE montre que la demande a pu être comblée à ce jour par l'écoulement des stocks, surtout dans l'automobile. La France profite globalement d'une reprise solide, alimentée de l'intérieur, avec une consommation des ménages quasiment de retour aux niveaux d'avant la crise. Le décrochement de l'activité d'avril tel que publié par l'INSEE s'est toutefois révélé plus prononcé que ce que nous attendions, d'où la légère révision en baisse de notre estimation de PIB 2020. Les chiffres de la croissance du deuxième trimestre sont attendus le 31 juillet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,5%
2021 : 1,2%	2021 : 1,1%

Nous pensons que l'inflation totale reculera en glissement annuel en juillet et en août, et restera très faible jusqu'à la fin de l'année. Si l'appréciation de la monnaie unique peut encore freiner l'inflation des pays de la zone euro, l'expérience montre qu'en France l'érosion des taux de change a généralement peu d'influence sur les prix finaux. Des effets de base devraient tirer l'inflation à la hausse en 2021.

Royaume-Uni

« Dégorgement » de la demande

Croissance du PIB

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

Le Royaume-Uni faisant partie des rares pays à publier chaque mois les chiffres de son PIB, nous pouvons y surveiller de près l'évolution de la reprise par rapport à nos estimations. Les chiffres de mai avaient fait l'effet d'un coup de tonnerre : au lieu de revenir à environ 83% du niveau de production d'avant la crise, la croissance mensuelle n'était que de 1,8%, soit environ 75% de ce niveau, en raison principalement d'une activité très déprimée dans les services, tandis que la production manufacturière se remettait correctement de ses plus-bas d'avril. Les chiffres de juin sont contrastés. Si l'indice Google des déplacements à des fins d'achats et de divertissement et celui des directeurs d'achats dénotent une lente reprise (plus lente que sur le continent), les ventes de détail se sont redressées plus vite que prévu, avec une hausse des volumes de 2,5% en juin par rapport à février, signe d'un véritable dégorgement de la demande, toutefois massivement orienté vers la vente en ligne (en progression de plus de 50% depuis janvier) au détriment des magasins. L'activité devrait se redresser rapidement au troisième trimestre selon nous, soutenue par un rythme des nouvelles infections stable et relativement faible et par de nouvelles réouvertures. La baisse temporaire de la TVA pour les restaurants, les hôtels et certaines activités de loisirs devrait aussi contribuer à alimenter la demande dans ces secteurs très touchés. Le deuxième trimestre inférieur à nos attentes nous a toutefois conduits à abaisser encore notre estimation de croissance pour l'année, de -6,1% à -7,9%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2021 : 0,8%
2021 : 1,5%	2021 : 1,3%

La baisse temporaire de la TVA de 20% à 5% entre le 15 juillet 2020 et le 12 janvier 2021 mentionnée plus haut ainsi que la campagne « Eat Out to Help Out » qui offre 50% de réduction dans les restaurants participants certains jours du mois d'août, devraient modérer l'inflation des deux mois d'été. Nous avons donc abaissé notre estimation d'inflation pour 2020 de 1,0% à 0,6%.

Suisse

Une reprise par à-coups

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,8%	2020 : -5,9%
2021 : 4,4%	2021 : 4,6%

D'après les enquêtes auprès des entreprises, les secteurs de services ciblant le marché intérieur, ainsi que les PME, se seraient plus vite remis que les acteurs totalement intégrés dans des chaînes mondiales d'approvisionnement toujours en partie interrompues. La distribution et le BTP ont quasiment retrouvé leurs niveaux d'activité d'avant la crise, le second présentant même des carnets de commande pleins jusqu'à la fin de l'année. Cette bonne nouvelle pourrait également expliquer les chiffres étonnamment bons du marché du travail de juin. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières a ainsi reculé de 3,4% en mai à 3,3% alors que, comme le consensus, nous attendions une légère hausse. Comme en outre les importations ont diminué plus vite que les exportations, l'excédent commercial pourrait soutenir le PIB du deuxième trimestre. Nous prévoyons actuellement une contraction trimestrielle du PIB de 8,2% (le consensus Bloomberg attendant -8,7%), mais la première estimation ne sera publiée que le 27 août. Les données à haute fréquence semblent indiquer une certaine modération des ventes de détail en magasin, mais les résidents suisses passant leurs vacances dans le pays devraient soutenir le commerce au troisième trimestre. La recrudescence du virus nous rappelle toutefois que des centres économiques importants comme Genève ou Zurich restent exposés à un risque de reconfinement ciblé. Dans cette récession sans précédent, l'incertitude règne donc toujours quant sur les dynamiques économiques à court terme.

Inflation

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

La politique monétaire de la Banque nationale suisse vise depuis 20 ans la stabilité des prix, c'est-à-dire un indice des prix à la consommation compris entre 0% et 2%. L'inflation moyenne, d'environ 1% entre 2000 et 2009, est tombée à 0% entre-temps et les prévisions actuelles tablent sur un maintien dans le bas de la fourchette visée par la BNS à moyen terme.

Japon

Paralysie économique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,6%	2020 : -5,1%
2021 : 2,6%	2021 : 2,5%

Le Japon suit actuellement son propre cycle économique. Alors que tous les autres pays développés se remettent rapidement, son économie progresse lentement. Et alors que les autres nations se hâtent de rouvrir les entreprises, celles du Japon craignent une nouvelle désaffection des clients imputable à la vague de COVID-19 enregistrée en juillet, en particulier dans le poumon économique du pays, Tokyo. Certes, les nouveaux cas restent relativement limités et le gouvernement semble réticent à se montrer plus exigeant sur les distances physiques, mais la situation récente pourrait expliquer pourquoi l'indice des directeurs d'achats (PMI) stagnait toujours autour de 45 points en juillet, en dessous du seuil d'expansion de 50 points. La faiblesse persiste également dans l'industrie manufacturière. En juillet, celle-ci s'est nettement améliorée en Europe et aux Etats-Unis, où la composante des nouvelles commandes du PMI manufacturier a dépassé les 50 points, alors qu'elle restait autour de 35 au Japon en juin et juillet. Une lueur d'espoir pourrait venir du fait que les ambitieux projets d'investissement des grandes entreprises japonaises resteraient inchangés selon la dernière enquête Tankan. Sur le plan politique se poursuivent les spéculations concernant de nouvelles mesures budgétaires de soutien à la consommation des ménages, voire des élections anticipées, ce dernier point restant douteux au vu de la cote de popularité plutôt faible du gouvernement Abe à l'heure actuelle.

Inflation

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

En juin, l'inflation totale a encore une fois mieux résisté que prévu, d'où un léger relèvement supplémentaire de notre estimation 2020, de 0,0% à 0,1%. L'inflation devrait se maintenir aux niveaux actuels jusqu'en septembre, avant de passer en dessous de zéro pendant six mois environ, du fait de la disparition de l'effet de base positif créé par la hausse de la taxe sur la consommation mise en place l'an dernier.

Chine

Fort rebond au 2ème trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,3%	2020 : 1,7%
2021 : 7,5%	2021 : 7,9%

L'économie chinoise a progressé de 3,2% sur un an au deuxième trimestre, se remettant rapidement de la contraction de 6,8% enregistrée précédemment. D'une part, ce rebond est dû à la bonne résistance des exportations, compte tenu d'une demande soutenue du reste du monde pour les équipements médicaux chinois, notamment les masques. D'autre part, les investissements en infrastructures et dans l'immobilier se sont nettement redressés, reflet de la volonté du gouvernement de sortir sans tarder de la récession. Suite à cette solide performance économique du deuxième trimestre, nous relevons nos prévisions de croissance annuelle du PIB en 2020 de 1,3% à 2,3%. Quant au second semestre, le rythme de la reprise sera sans doute moins vif en raison du ralentissement des mesures de relance de l'Etat, surtout dans l'immobilier. Plusieurs grandes villes ont déjà commencé à durcir leur politique du logement face à l'envolée des prix des maisons. Outre l'incertitude globale quant à l'évolution future de la pandémie, un des principaux risques pour l'économie chinoise réside dans la montée des tensions géopolitiques avec les Etats-Unis. Dernier épisode en date : la fermeture du consulat chinois à Houston sur demande américaine, suivie de celle du consulat américain à Chengdu. Comme les Etats-Unis se préoccupent aujourd'hui moins de commerce et de technologie que de propriété intellectuelle et des droits de l'homme, il se peut que d'autres pays leur emboîtent le pas face à la Chine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,6%	2020 : 2,7%
2021 : 1,9%	2021 : 1,9%

L'inflation totale annuelle s'est un peu redressée à 2,5% en juin, contre 2,4% précédemment. Les prix du porc, qui ont encore un peu augmenté, restent le principal moteur de l'inflation. Ils ont toutefois nettement ralenti depuis mars et devraient continuer dans ce sens au fur et à mesure de la reconstitution des stocks. A l'inverse, l'IPC sous-jacent a reculé de 1,1% à 0,9% sous l'effet d'une demande toujours déprimée.

Economic Research



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



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



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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

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

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



Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Managers, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.
Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.
Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT.
Suisse : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

Août 2020

Taux d'intérêt & obligations

Les marchés et l'économie sont deux choses différentes

Etats-Unis

- Face à l'augmentation des cas en juillet, des Etats ont suspendu ou annulé en partie leurs plans de déconfinement, la Californie allant jusqu'au reconfinement partiel, ce qui pèse sur le moral des ménages tandis que les inscriptions au chômage remontent.
- Au terme de l'examen de sa politique en septembre, la Fed pourrait annoncer un contrôle de la courbe des taux et un usage plus actif des facilités de crédit.

Zone euro

- L'Europe se remet de la récession, avec un indice des directeurs d'achats bien supérieur à 50 en juillet et des taux de contamination relativement maîtrisés.
- Mesure inédite vers une union budgétaire, l'UE va émettre pour la première fois des obligations à des fins budgétaires, tout en accordant des subventions aux pays les plus touchés par la pandémie.

Royaume-Uni

- Même si les statistiques économiques britanniques s'améliorent, le risque d'échec des négociations commerciales avec l'UE pourrait bloquer la reprise.
- La Banque d'Angleterre a envoyé des signaux mitigés quant à un éventuel assouplissement monétaire supplémentaire et son gouverneur Andrew Bailey n'a pas renoncé à l'option des taux d'intérêt négatifs.

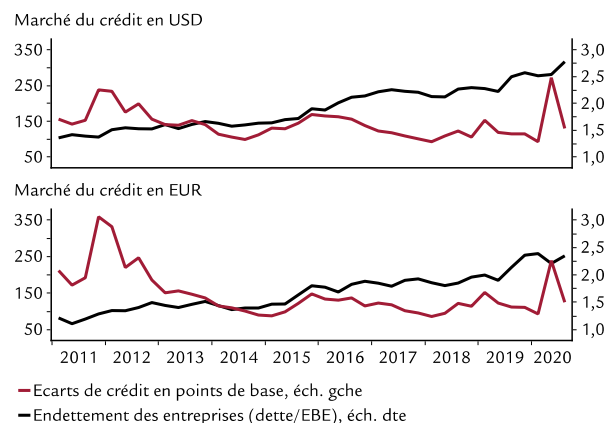
Suisse

- Nous estimons toujours que l'économie suisse surpassera celle de ses voisins européens en 2020.
- Bien que la pression sur le franc se soit relâchée ces dernières semaines, nous pensons que la BNS continuera d'intervenir en cas de besoin et ne prévoyons pas de nouvelles baisses de taux pour le moment.

Japon

- Le Japon a relativement bien surmonté la pandémie, mais le pays reste dans une récession profonde, d'où l'abaissement de sa note de crédit par deux agences.
- Face au risque que la résurgence de cas n'altère davantage l'économie, la Banque du Japon s'est dite prête à assouplir encore sa politique en cas de besoin.

Hausse de l'endettement et écarts de crédit toujours en recul



MACROBOND

« Les marchés et l'économie sont deux choses différentes ». Un adage très entendu ces temps-ci, quand ces deux éléments semblent s'opposer. Certains indices d'actions atteignent de nouveaux pics historiques et les écarts de crédit se rapprochent de niveaux dénotant un léger ralentissement de l'activité économique, pour se resserrer de respectivement 24 et 18 points de base en EUR et en USD en juillet. Entre-temps, les résultats des entreprises ont souffert, l'endettement devient vertigineux, les tensions politiques s'accroissent et la pandémie fait toujours rage aux quatre coins du globe. Mais les actifs risqués ne sont pas les seuls à progresser. Les valeurs refuge comme les emprunts d'Etat ou l'or sont également très recherchés. Bien sûr, l'explication va de soi : lorsque les banques centrales injectent des milliers de milliards dans les marchés financiers, l'inflation des prix des actifs en est la suite logique. Même si les facteurs techniques doivent modérer les écarts de crédit, nous pensons que le resserrement récent s'est trop éloigné des fondamentaux et nous redoutons les conséquences à long terme de l'expansion de la base monétaire. Si l'inflation s'accélérait, les banques centrales devraient durcir leur position, semant la panique sur des marchés dépendants de leurs largesses. Si ce risque nous semble improbable à court terme, nous préférons toutefois, vu l'écart entre les valorisations et les fondamentaux, rester prudents avec des positions défensives.

Actions

Le marché de plus en plus loin en terrain aventureux

Etats-Unis

- Les actions américaines s'envolent depuis le premier trimestre, une remontée spectaculaire tirée par le fort soutien monétaire et budgétaire, par la réouverture rapide des entreprises et par des résultats trimestriels jusqu'ici supérieurs aux attentes.
- La plupart des bonnes nouvelles semblent toutefois déjà intégrées par le marché, ce qui le fragiliserait en cas de choc négatif. L'évolution récente de la pandémie aux Etats-Unis et les tensions accrues avec la Chine pourraient en particulier affecter le sentiment des investisseurs, d'où notre position plus prudente même si nous pensons toujours que Wall Street surperformera le reste du monde.

Zone euro

- Le rebond de l'activité mesuré par les indices des directeurs d'achats est plus que réjouissant. Pourtant, les actions ne reflètent qu'en partie cette embellie et restent moins dynamiques qu'outre-Atlantique.
- Cette différence s'explique sans doute par une politique monétaire jugée moins efficace qu'aux Etats-Unis (comme l'indiquerait la hausse de l'EUR) et par la composition du marché d'actions de la zone euro, qui comporte moins de valeurs technologiques profitant de la situation actuelle. Il est donc peu probable que les Bourses de la zone euro rattrapent prochainement leur retard sur les Etats-Unis.

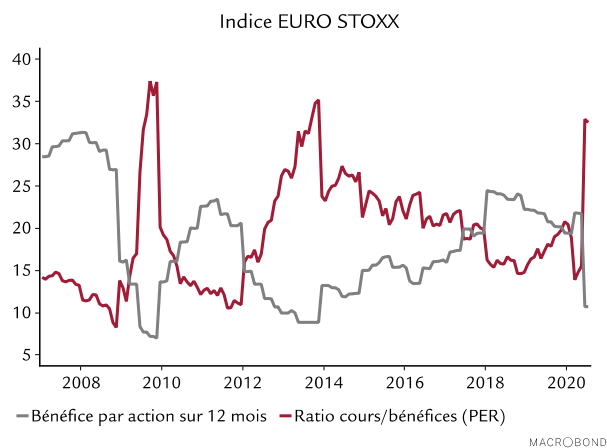
Royaume-Uni

- L'économie britannique a payé un lourd tribut au COVID-19 et au confinement, ainsi qu'à l'incertitude persistante concernant les relations commerciales avec l'UE.
- En outre, comme le marché d'actions compte une large part de secteurs durement touchés par la pandémie, nous pensons qu'il va rester moins performant que le reste du monde pour le moment.

Suisse

- La solide performance des actions suisses depuis le début de l'année reflète leur nature défensive, comme l'ont montré les réactions observées durant les brèves phases de volatilité du mois écoulé.
- Par la suite, la Bourse helvétique devrait profiter de la stabilisation de l'euro ainsi que du redressement économique des pays de l'UEM, et suivre une évolution comparable aux marchés d'actions européens.

Impact d'une baisse soudaine des bénéfices sur le PER



La valorisation est une mesure des investissements très débattue, certains investisseurs s'y fient fortement, tandis que d'autres affirment qu'elle est fondamentalement inutile. Il est difficile de s'opposer à l'utilisation de la juste valeur d'un actif comme base d'une décision d'investissement : Pourquoi, par exemple, devrait-on payer beaucoup plus cher pour quelque chose que sa valeur correcte ? Cependant, l'estimation de la valeur d'un actif financier est une tâche difficile, car une évaluation solide doit notamment prendre en compte l'évolution des bénéfices au cours des prochaines années. Les investisseurs utilisent donc des indicateurs simplifiés tels que le ratio cours/bénéfices (price-to-earnings ratio - PER) basé sur les bénéfices historiques ou calculé en utilisant comme approximation les prévisions de bénéfices de l'année prochaine générées par les analystes financiers. Comme les bénéfices ont tendance à évoluer sans heurts dans le temps, cette mesure approximative donne une indication raisonnable de la valeur en temps normal. Mais elle peut échouer de manière spectaculaire en période de récession économique soudaine et dramatique, comme c'est le cas actuellement, car les bénéfices et les prévisions à court terme deviennent inutilisables comme guide pour les prochaines années. C'est précisément dans ces moments-là que la discipline imposée par l'évaluation est particulièrement précieuse. Alors, que pouvez-vous faire dans ces circonstances ? Malheureusement, les investisseurs doivent revenir aux fondamentaux et évaluer le réalisme des prévisions de bénéfices à moyen terme qu'impliquent les prix actuels. Dans un tel environnement, de simples ratios comme le ratio cours/bénéfices ne sont tout simplement pas suffisants.

Devises

Nous réaffirmons notre position négative sur l'USD

Etats-Unis

- A l'exception de quelques monnaies émergentes cycliques, toutes les grandes devises se sont appréciées face à l'USD en juillet, confirmant notre vision globalement négative du billet vert.
- Nous pensons que les facteurs défavorables à l'USD (voir texte ci-contre) persisteront en août et que la monnaie américaine reculera encore face à l'EUR, au CHF et au JPY, à l'unique exception de la GBP.

Zone euro

- L'EUR/USD s'est remarquablement apprécié en juillet, non seulement grâce à la faiblesse générale de l'USD mais aussi à une sortie de récession étonnamment rapide de l'UE et à sa décision de briser le tabou de l'émission de dette commune, ce qui a également un peu soutenu l'EUR face au CHF en juillet.
- Nous restons positifs sur l'EUR/USD mais prévoyons une stabilisation de l'EUR/CHF en août.

Royaume-Uni

- La hausse du taux GBP/USD en juillet procède davantage de la faiblesse du billet vert que de la bonne santé de la livre. Les nouvelles économiques du Royaume-Uni sont plutôt mitigées et les négociations commerciales avec l'UE restent au point mort.
- Nous doutons que ces dernières progressent beaucoup au troisième trimestre et estimons que, comme l'an dernier, le pire n'est pas encore passé, d'où notre vision baissière sur la GBP face à l'USD et à l'EUR.

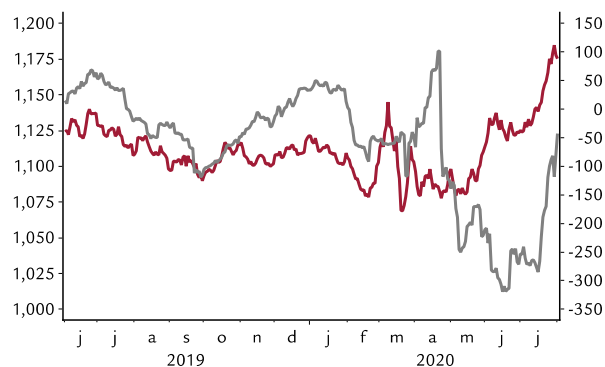
Suisse

- Le taux de change effectif du CHF est resté stable en juillet, son léger recul par rapport à l'EUR (monnaie d'une région qui constitue, et de loin, le principal partenaire commercial de la Suisse) compensant sa nette appréciation face à l'USD.
- Nous attendons une intensification des risques géopolitiques, qui pourrait raviver une pression à la hausse sur les monnaies refuge comme le CHF. Toutefois, les interventions de la BNS devraient limiter toute appréciation par rapport à l'EUR, ce qui justifie notre neutralité sur l'EUR/CHF.

Japon

- Dans un contexte d'USD faible, le billet vert est passé sous la barre des 105 JPY fin juillet.
- Nous restons baissiers sur l'USD/JPY. Outre la faiblesse du billet vert, le yen pourrait bénéficier d'une éventuelle aggravation des risques géopolitiques.

Le revirement des dynamiques économiques favorise l'EUR



— Indices Citi de surprise économique : zone euro moins Etats-Unis, éch. dte
— Taux de change EUR/USD, éch. gche

MACROBOND

Le mois de juillet fut le pire jamais enregistré par l'USD depuis septembre 2010. L'indice du dollar américain DXY, calculé par rapport à un panier de devises des marchés développés, a chuté de 4,6%, accentuant ainsi encore le dérapage amorcé en mai 2020. Trois raisons expliquent cette dévalorisation. D'abord, comme nous le répétons régulièrement, l'USD n'est plus intéressant pour les opérations de portage depuis l'effondrement de son différentiel de taux d'intérêt avec les autres monnaies. Ensuite, la campagne présidentielle américaine s'intensifie et les risques de politique intérieure s'amplifient. Un raz-de-marée démocrate au Congrès et la victoire de Joe Biden sont aussi devenus plus probables, ce que nombre d'investisseurs considèrent comme défavorable à l'USD. Enfin, et plus récemment, la dynamique économique se détourne des Etats-Unis au profit de la zone euro à l'heure où les Américains sont aux prises avec la dégradation de la situation sanitaire. L'indice Citi de surprise économique, qui mesure la différence entre les chiffres publiés et les prévisions des économistes, se redresse rapidement pour la zone euro, mais il a passé son pic concernant les Etats-Unis (voir graphique). Nous doutons que la tendance se renverse en août, d'où notre vision toujours négative sur l'USD face à l'EUR, au JPY et au CHF. En juillet, l'EUR a en outre bénéficié de l'adoption du plan de relance de l'UE, qui a réduit le risque extrême d'un éclatement de l'union monétaire. Si le sentiment des investisseurs peut rester favorable à l'EUR face à l'USD et à la GBP, nous restons neutres sur l'EUR/CHF au vu de la résurgence des menaces géopolitiques, un contexte dans lequel le franc sera selon nous la monnaie refuge idéale sachant que le dollar a récemment perdu cette propriété attrayante aux yeux des investisseurs.

Swiss Life Asset Managers



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



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

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

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

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



Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Managers, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.
Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

Allocation d'actifs

Mieux vaut se préparer à une forte houle

Résumé

- Malgré une volatilité en hausse depuis juin, le marché d'actions et (dans une moindre mesure) celui du crédit semblent voir plus loin que la pandémie et ses ravages économiques immédiats.
- Les rendements des emprunts d'Etat reflètent un scénario bien plus pessimiste mais leur faculté de prédiction des tendances économiques se trouve annihilée par les interventions musclées des banques centrales.
- Tout irait donc bien ? Nous en doutons face aux nuages noirs qui s'accumulent sur une mer apparemment calme et aux coups de tabac récents qui ont révélé la vulnérabilité des marchés. Nous continuons donc de voguer, tout en nous préparant à border les voiles.

Taux d'intérêt et obligations

- Les banques centrales maîtrisant aujourd'hui les rendements des obligations d'Etat, nous doutons que ceux-ci varient beaucoup ces prochaines semaines, sauf dégradation sévère de la conjoncture.
- Après son très beau parcours, le marché des obligations d'entreprises semble aujourd'hui un peu cher. Il pourrait donc sous-performer sous peu, surtout en cas de signes, même timides, d'une aggravation de la situation économique.

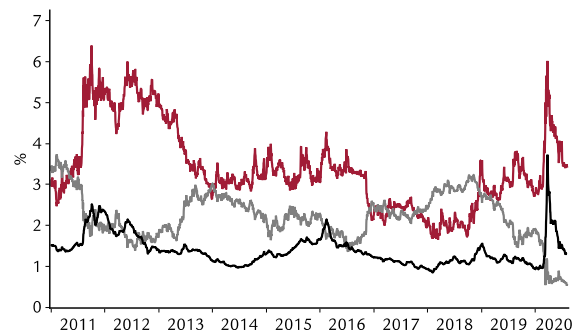
Actions

- La tendance positive n'a pas empêché la volatilité d'augmenter dernièrement, ce qui devrait continuer, voire s'accélérer, ces prochains mois.
- Les principales causes en sont la campagne électorale américaine et ses incidences sur le commerce extérieur et les tensions politiques, la situation sanitaire mondiale toujours préoccupante et les valorisations élevées (mais sans excès) du marché.
- Toutefois, sans aggravation de la situation, les actions devraient encore pouvoir afficher un rendement moyen légèrement positif à court terme.

Les actions toujours gagnantes

Après plus de trois mois de remontée, les actions ne sont plus bon marché. Elles continuent cependant de s'apprécier avant tout faute de solutions de rechange valables. Après un pic en mars, la prime de risque des actions est retombée juste au-dessus de sa moyenne à long terme. Alors qu'en temps normal cela signifierait le bon moment pour adopter un positionnement neutre, les actions restent attrayantes par rapport aux obligations, peu rémunératrices (voir graphique), en particulier celles des entreprises, vu le resserrement marqué des écarts de crédit. Nous pensons que ces derniers ne sont pas particulièrement intéressants pour les investisseurs une fois déduit le risque accru de défaut de paiement futur.

Les actions restent attrayantes en termes relatifs



— Prime de risque des actions du S&P 500
— Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans
— Ecarts de crédit en USD (indice Bloomberg Barclays Aggregate Corporate)

MACROBOND

Implications pour notre portefeuille

La pondération en actions de nos portefeuilles reste proche de celle des indices de référence sachant que les sources de rendement sont rares dans les autres catégories d'actifs liquides. Conscients de la montée des risques, nous privilégions toutefois les valeurs défensives.

Swiss Life Asset Managers



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



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@swisslife.ch

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

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

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

Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Managers, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.