

7 août 2024

## Orage d'été sur les marchés financiers

### Que s'est-il passé ?

- Après un bon mois de juillet, les marchés financiers ont soudain perdu pied début août.
- Déclenchée par une correction sur le marché japonais des actions le 1<sup>er</sup> août, la vague a déferlé sur les marchés financiers mondiaux.
- Si aucun événement isolé ne l'a provoquée, les données décevantes du marché du travail et les bénéfices et perspectives atones des entreprises aux Etats-Unis ont, avec une hausse inattendue des taux directeurs au Japon, ébranlé les investisseurs, entraînant une forte correction des actions, un creusement des écarts de crédit et une chute des rendements obligataires.

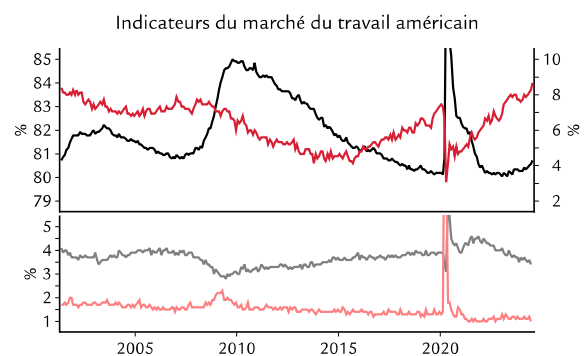
### Notre évaluation économique

- La hausse inattendue du taux de chômage américain, de 4,1% à 4,3% entre juin et juillet, fait redouter une récession de l'économie américaine.
- Notre scénario de référence pour 2024 a toujours prévu une consommation américaine moins excessive et un marché du travail moins tendu. Ce n'est donc pas tant la hausse du chômage que sa récente rapidité qui inquiète.
- Fait positif, elle n'est pas due à plus de licenciements, mais à moins d'embauches et d'une plus forte participation au marché du travail (voir graphique). Cette dernière n'est pas nécessairement mauvaise pour l'économie. En outre, les ravages de l'ouragan Beryl ont pu impacter les données.
- Actuellement, le taux de chômage est aussi le seul indicateur clairement faible. L'enquête auprès des entreprises indique que l'économie américaine a, lentement certes, créé des emplois en juillet. Selon les indices des directeurs d'achat, le secteur tertiaire continuait lui aussi à bien se porter.
- Le risque majeur est que la crainte récessionniste démoralise les consommateurs et les entreprises, causant un cercle vicieux. Un assouplissement de la politique monétaire est essentiel pour apaiser ces craintes. La Fed devrait donc lancer un cycle de baisse de taux directeur en septembre.

### Notre évaluation du marché

- La correction en cours a pu être amplifiée par la faible liquidité saisonnière du marché, laissant présager un rebond à court terme. Les fondamentaux restent toutefois faibles, les mouvements n'ayant pas suffi à corriger la forte valorisation des actions et du crédit.
- Nous attendons donc une volatilité persistante sur les marchés financiers. La rotation des marchés des actions devrait se poursuivre en faveur des régions, secteurs et segments de marché moins chers. Les écarts des obligations d'entreprise et les écarts high yield pourraient encore se creuser. Les rendements des obligations pourraient baisser un peu, même si la forte baisse des derniers jours pourrait limiter le potentiel baissier. Une nouvelle appréciation du CHF face à l'EUR et à l'USD devrait être limitée, la BNS pouvant intervenir. Nous n'attendons plus de hausse pour la paire EUR/USD, la baisse des taux en USD devant être compensée par celle en EUR.
- La focalisation du marché sur le risque de ralentissement économique a fait légèrement baisser les prix du pétrole, malgré le risque d'une nouvelle escalade au Moyen-Orient. Une telle escalade augmenterait encore la volatilité ce qui, selon nous, nuirait surtout aux marchés européens.

### Moins d'embauches sur fond de plus forte participation



— Taux de participation au marché du travail, 25-54 ans, éch. de g.

— Taux de chômage, éch. de d. — Taux de licenciements — Taux d'embauches

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données disponibles : 07.2024

Août 2024

## A retenir

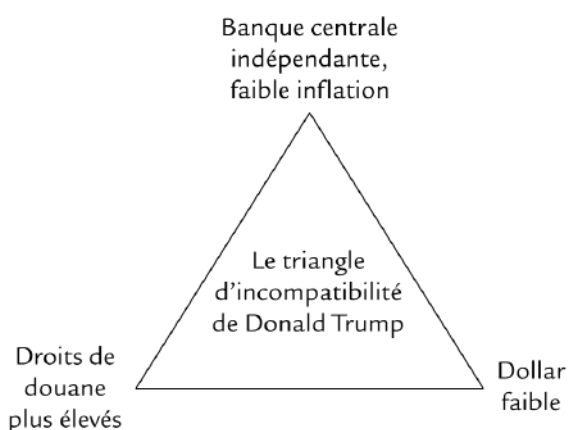
- Etats-Unis : croissance étonnamment forte au 2<sup>e</sup> trimestre, avec des relais non durables
- Europe : l'économie demeure plus solide que prévu au 2<sup>e</sup> trimestre
- Chine : les exportations favorisent la croissance, mais font face à des difficultés

## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,5% ↑	2,3%	1,7%	1,7%	3,0% ↓	3,1% ↓	2,3% ↓	2,3% ↓
Zone euro	0,7% ↑	0,7%	1,0%	1,4%	2,3%	2,4%	1,9%	2,0%
Allemagne	0,1%	0,2%	1,0%	1,1% ↓	2,3%	2,3% ↓	1,9%	2,0%
France	1,2% ↑	0,9%	1,0%	1,2%	2,1%	2,4% ↓	1,4%	1,8% ↓
Italie	0,8% ↓	0,9% ↑	0,8%	1,0%	1,1%	1,2% ↓	1,9%	1,7% ↓
Espagne	2,6% ↑	2,3% ↑	1,5%	1,9%	3,0% ↓	3,1%	2,1%	2,1%
Royaume-Uni	0,9% ↑	0,8% ↑	1,0%	1,1%	2,6% ↓	2,6%	2,1% ↓	2,3%
Suisse	1,3%	1,4% ↑	1,0%	1,5% ↓	1,2%	1,3%	0,5%	1,1%
Japon	-0,1% ↓	0,1% ↓	0,9% ↑	1,3% ↑	2,5% ↑	2,5% ↓	1,5%	2,1% ↑
Chine	4,7% ↓	4,9% ↓	4,4%	4,4%	0,4% ↓	0,6%	1,8%	1,5%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 juillet 2024

## Graphique du mois



L'objectif politico-économique de la campagne de Donald Trump consiste à renforcer la base industrielle du pays avec un dollar faible et des droits de douane élevés. Mais le trilemme est que seuls deux des trois buts ci-contre sont compatibles. En théorie, des tarifs douaniers plus élevés renforcent le dollar. Donald Trump ne pourrait atteindre ses objectifs que s'il pouvait contraindre la Fed à une politique de taux bas, susceptible d'entraîner une poussée d'inflation impopulaire. Selon nous, attaquer l'indépendance de la Fed serait voué à l'échec. Nous considérons donc une politique de dévaluation de l'USD comme irréaliste.

## Etats-Unis

### Ceci n'est pas un creux

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,3%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

Différents indicateurs, notamment les chiffres décevants du chômage et des ventes au détail, annonçaient une persistance de la phase de faiblesse de l'économie américaine au 2<sup>e</sup> trimestre 2024. Il a été d'autant plus surprenant que la première estimation du PIB pour cette période signe une accélération de la croissance, de 1,4% au 1<sup>er</sup> à 2,8% au second trimestre (valeur annualisée par rapport au trimestre précédent). Certes, la croissance a été globale, mais l'accélération de la consommation privée comme publique n'est pas particulièrement durable. Pour la première, c'est la baisse du taux d'épargne des ménages à 3,4% dernièrement qui pose souci et pour la seconde, c'est la précarité du budget public fédéral qui inquiète. Nous prévoyons donc toujours une croissance plus faible au 2<sup>e</sup> semestre et estimons des baisses de taux par la Fed comme condition indispensable pour que l'économie américaine ne connaisse pas un atterrissage brutal. Nous avons observé l'effet de freinage des taux élevés au 2<sup>e</sup> trimestre avec le recul des investissements dans la construction de logements. De même, le taux de défaut des crédits à la consommation augmente sans cesse depuis fin 2021, même si nous n'avons pas encore de chiffres pour le 2<sup>e</sup> trimestre 2024. Certes, le scrutin de novembre apporte son lot d'incertitude politico-économique, mais de notre point de vue, l'évolution de la politique monétaire joue un rôle plus important pour les perspectives.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 3,1%
2025 : 2,3%	2025 : 2,3%

Une fois de plus en juin, les chiffres de l'inflation américaine ont surpris à la baisse. Les prix du panier global reculent même pour la première fois en base mensuelle depuis la pandémie. A noter le fort recul de l'inflation des coûts de logement et autres services (hors énergie) qui faisaient encore monter les prix au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Les indicateurs avancés pointent toujours vers une évolution satisfaisante de l'inflation au 2<sup>e</sup> semestre.

## Zone euro

### Mieux que prévu

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,4%

Les données préliminaires de croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre indiquent que l'activité économique de la zone euro sur la période est restée plus solide que prévu. Elle progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent, et signe ainsi la même performance que ce dernier. Comme à l'accoutumée, l'estimation initiale ne livre pas de détails. Toutefois, les données des divers pays permettent de conclure que l'Espagne et la France ont notamment porté la forte croissance. En revanche, l'économie allemande a surpris en reculant de 0,1%. Des deux côtés des Pyrénées, où les détails sont disponibles, les échanges nets ont été les meilleurs relais, et la consommation privée est également restée positive. Nous avons donc légèrement relevé notre prévision de croissance pour 2024, une modification *a posteriori* en raison de meilleurs chiffres au 2<sup>e</sup> trimestre. Les PMI avancés pour le 3<sup>e</sup> trimestre dans la zone euro pointent vers un ralentissement de l'activité économique en juillet. Etonnamment, l'indice du secondaire a reculé pour le second mois de rang. Une faiblesse issue surtout des composants de production, mais aussi des sous-composants avancés en demi-teinte. L'indice du tertiaire dans l'UEM indique quant à lui que la croissance ralentit également dans ce secteur.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,4%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

En juin, l'inflation a légèrement ralenti pour s'inscrire à 2,9%. Les prix des denrées alimentaires et de l'énergie ont légèrement reculé en juin. Le taux en juillet n'était pas disponible à la clôture de la rédaction. Toutefois, les chiffres de l'inflation espagnole en juillet traduisent un plus fort ralentissement, alors que le taux allemand a surpris à la hausse.

## Allemagne

### Un budget, mille questions

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,1%	2024 : 0,2%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Les données économiques allemandes brossent un tableau globalement morose. Les chiffres d'activité comme la production industrielle, les exportations et les importations ont reculé en mai. Selon les premières estimations, le PIB a cédé 0,1% au 2<sup>e</sup> trimestre. En juillet, les valeurs de l'indice ifo du climat des affaires et les PMI étaient inférieurs aux attentes, tous secteurs confondus. Seule la propension à consommer – partie d'un faible niveau – s'est améliorée. Pour lutter contre la morosité économique, le gouvernement fédéral s'est récemment accordé sur une « initiative pour la croissance – une nouvelle dynamique économique pour l'Allemagne ». L'hypothèse voulant que ce plan améliore la croissance et soulage ainsi le budget de l'Etat dès l'an prochain paraît toutefois optimiste. D'autres points du budget pour 2025 et du plan de finances jusqu'en 2028 posent également question. En particulier, la réduction des dépenses supérieure à la moyenne, dénommée diminution globale, interpelle. L'adoption du plan pour la croissance et le budget par le Bundestag ne devrait donc pas manquer d'être débattue. Sans compter que le tribunal constitutionnel fédéral doit encore se prononcer sur la licéité de l'impôt de solidarité. Dans le pire des cas, l'arrêt pourrait porter un autre coup sérieux aux caisses de l'Etat. Des débats sur d'autres fonds (militaires) spéciaux, voire sur une nouvelle suspension ou une réforme du frein à l'endettement ne sont pas exclus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,3%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

La dynamique en repli dans le tertiaire selon les enquêtes se reflète également dans la baisse de la pression sur les prix selon les PMI du secteur. En juin, l'inflation des services ajustée des variations saisonnières affiche sa plus faible valeur de l'année. En revanche, l'inflation globale signe une hausse-surprise d'après la première estimation (de 2,2% à 2,3%). L'absence d'informations détaillées ne permet pas de donner de raison précise.

## France

### Politique monétaire trop ferme

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 0,9%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

Les résultats des dernières enquêtes de confiance des entreprises sont alarmants. Pour l'heure, il est difficile d'estimer si cette déprime est un signal conjoncturel ou davantage un bruyant écho des dernières élections. La majorité floue au Parlement laisse la porte ouverte à un nouveau scrutin après une période de douze mois. L'organisation des Jeux olympiques d'été peut entraver l'activité économique, ce qui brouille toute vision de l'état réel de l'économie française. Toujours est-il que le moral des entreprises en Allemagne et en Belgique est également en net repli en juillet. Les données à haute fréquence d'Indeed sur le volume d'offres d'emploi en ligne traduisent également un ralentissement sur le marché du travail d'autres pays en Europe. Ces observations laissent supposer une faiblesse conjoncturelle généralisée, notamment dans le secteur industriel. Comme indiqué ci-dessous, l'inflation française glissera bientôt sous 2%. De plus, la trajectoire de croissance sera inférieure au potentiel à long terme. D'où le constat : la politique monétaire actuelle de la BCE est nettement trop restrictive. Le bon moral des ménages constitue l'éclaircie dans ce triste océan de données. La fin de la crise du pouvoir d'achat que nous supputons en janvier se confirme donc.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,4%
2025 : 1,4%	2025 : 1,8%

Dans notre scénario de référence, le taux d'inflation en août 2024 passera sous les 2% pour la première fois en trois ans et devrait y rester jusqu'à fin 2025. Considérant l'incertitude quant à l'orientation de politique économique, nous laissons inchangées nos hypothèses d'inflation d'ici fin 2025. Un élément clé de notre pronostic est la prévision d'une forte baisse des tarifs de l'électricité pour les ménages en février 2025.

## Italie

### Consommation = croissance

Selon les premières estimations, l'économie italienne a progressé de 0,2% au 2<sup>e</sup> trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. C'est conforme à nos prévisions et en ligne avec le rythme de croissance que connaît l'économie depuis un an. Dans son communiqué de presse, l'institut statistique Istat signale une contribution positive de la consommation intérieure, à l'inverse du secondaire et du commerce extérieur. Les indicateurs avancés pour le 3<sup>e</sup> trimestre sont contrastés. A la clôture de la rédaction, les PMI de juillet n'étaient pas encore disponibles, mais les résultats d'enquête d'Istat l'étaient. Les ménages envisagent l'avenir avec optimisme, le climat de la consommation s'est amélioré en particulier grâce aux progrès sur le front du marché de l'emploi. La confiance parmi les entreprises s'inscrit en revanche en repli dans la plupart des secteurs. La chute est particulièrement notable dans le tourisme. Les entreprises font état de nouvelles affaires en net recul, alors que la saison estivale débute tout juste. Nous prévoyons une hausse du PIB de 0,8% en 2024 et en 2025.

## Espagne

### Championne d'Europe du PIB

Après son titre européen conquis en football cet été, l'Espagne signe un doublé avec la croissance. Avec une sérieuse hausse de 0,8% au 2<sup>e</sup> trimestre 2024 par rapport au précédent, l'économie espagnole a nettement dépassé nos attentes. Cette bonne surprise provient surtout de la faiblesse des importations, qui ont entraîné des chiffres des échanges nets en hausse. Légèrement inférieure à son niveau du 1<sup>er</sup> trimestre, la croissance de la consommation privée indique que le rebond attendu de la consommation s'affaiblit déjà. Côté offre, tous les secteurs – hormis le primaire – signent une croissance positive. Toutefois, le secteur manufacturier et celui de la construction cèdent du terrain par rapport au trimestre précédent, tandis que le tertiaire croît légèrement. En raison de la forte hausse au 2<sup>e</sup> trimestre, nous relevons notre prévision de PIB pour 2024 à 2,6%. En revanche, nous prévoyons pour le 2<sup>e</sup> semestre un ralentissement par rapport au premier.

## Suisse

### Incertitude récurrente

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,3%	2024 : 1,4%
2025 : 1,0%	2025 : 1,5%

Comme indiqué le mois dernier, l'orientation de politique monétaire de la BNS – après deux baisses de taux au 1<sup>er</sup> semestre – n'est plus restrictive, de notre point de vue. Tout surplus de stimulation de la conjoncture en Suisse doit donc venir de la demande mondiale. D'après une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPF de Zurich, les attentes de commandes des entreprises industrielles sur le prochain trimestre en date du mois de juin sont au plus haut depuis septembre 2021. L'incertitude récurrente quant à l'essor conjoncturel en Europe et la nouvelle pression haussière sur le franc suisse montrent toutefois que les stimuli du commerce extérieur n'auront qu'un effet modéré. En Europe, nous ne prévoyons qu'un retour à des taux de croissance proches du potentiel. Dans le cycle actuel, la Chine ne joue pas non plus son rôle de locomotive, comme elle a pu le faire dans les années qui ont suivi la crise financière mondiale de 2008. Ces observations expliquent pourquoi notre prévision de croissance du PIB suisse pour l'année à venir est nettement inférieure à celle du consensus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,3%
2025 : 0,5%	2025 : 1,1%

Depuis juin 2023 déjà, le taux d'inflation est inférieur à 2% et donc dans la cible de 0% à 2% de la BNS, gardienne de la monnaie et de la stabilité des prix. A l'inverse d'autres régions, le taux d'inflation sous-jacente de 1,1% est même inférieur au taux global, témoin d'un reflux généralisé de la pression sur les prix. Ils devraient continuer de baisser l'an prochain, car les loyers existants ne vont pas augmenter et les tarifs de l'électricité devraient nettement baisser dans de larges parties du pays. Pour 2026, nous prévoyons ensuite un renchérissement moyen de 0,8%.

## Royaume-Uni

### Un nouveau départ

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 0,8%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Sans surprise, le Labour a remporté les élections à la chambre basse du Parlement britannique du 4 juillet. Les travaillistes ont emporté près des deux tiers des sièges (412 sur 650). Les Tories gagnent tout juste 112 sièges, contre 365 lors du scrutin de 2019. Ce scrutin a toutefois mis en lumière les effets du système électoral majoritaire britannique. La part des voix en faveur du Labour s'est élevée à 34,1% à peine. Le 17 juillet, la lecture du discours du trône du roi Charles III a marqué le début de la nouvelle législature. Il contenait 40 projets de loi, dont une majorité se concentre sur la croissance économique. Le gouvernement travailliste prévoit notamment d'accorder plus de pouvoir aux gouvernements locaux pour réaliser plus rapidement des projets d'infrastructure. Le nouvel exécutif a l'intention de nationaliser les sociétés ferroviaires et de renforcer par la loi les conditions d'engagement pour les salariés. Le Labour de Keir Starmer hérite d'une économie britannique en plein essor. La prévision de Consensus Economics pour le PIB britannique en 2024 s'améliore constamment depuis le début de l'année, car l'activité économique a livré une bonne surprise au 1<sup>er</sup> semestre. Les PMI de juillet indiquent des débuts encourageants au 2<sup>e</sup> semestre. Les entreprises dans le secteur secondaire comme tertiaire font état d'une nouvelle poussée de la demande et d'un recrutement en hausse. Par conséquent, nous avons légèrement relevé notre prévision du PIB pour 2024.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,6%	2024 : 2,6%
2025 : 2,1%	2025 : 2,3%

En juin, l'inflation est restée conforme à l'objectif de la banque centrale de 2,0%. L'inflation des services reste toutefois tenace. Le marché estime que la Banque d'Angleterre pourrait procéder à une baisse de taux cette année. Conjuguée à une hausse des salaires réels, cette mesure pourrait encourager la consommation des ménages, que nous attendons en amélioration en cours d'année.

## Chine

### Vents contraires persistants

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,7%	2024 : 4,9%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

La croissance du PIB chinois au 2<sup>e</sup> trimestre s'établit à 4,7%, sous les attentes. Nous avons ainsi abaissé notre prévision de croissance du PIB pour cette année, de 4,9% à 4,7%. L'atonie de la consommation est le motif principal de la faiblesse de l'économie chinoise. La raison à cela est une profonde crise de confiance au sein de la population quant au futur du marché immobilier. Les exportations ont été un des facteurs favorisant l'économie chinoise. En juin, la Chine a enregistré l'excédent commercial le plus élevé jamais généré. Mais ce bilan a été exposé à de fortes externalités négatives. D'une part, l'économie américaine devrait ralentir. D'autre part, Pékin fait face à une hausse des droits de douane américains, qui s'alourdiraient encore si Donald Trump emportait l'élection de novembre. Toutefois, les tarifs de 60% sur tous les biens chinois annoncés par le candidat républicain ne sont pas réalisables selon nous. Primo, les Etats-Unis dépendent de nombreux produits chinois essentiels, représentant une part notable de plus de 50% de toutes les importations américaines. Parmi elles, les produits issus de terres rares, les batteries lithium-ion et des principes actifs pharmaceutiques. En conséquence, la Chine risquerait de réagir par des mesures de rétorsion. De plus, la résistance des entreprises américaines face aux répercussions inflationnistes de ce tour de vis douanier serait considérable.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,6%
2025 : 1,8%	2025 : 1,5%

Après une inflation chinoise en repli de 0,2% en juin, plus faible qu'attendu, nous avons abaissé notre prévision d'inflation pour 2024, de 0,6% à 0,4%. La faiblesse durable de la demande des consommateurs reste le facteur principal de ces chiffres atones, qui devraient demeurer pour le reste de l'année.

Août 2024

## Taux d'intérêt et obligations

Taux et écarts sensibles au scrutin présidentiel

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juil. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Juil. 2024*	Year-to-date*
US	4,1%	-26 pb	26 pb	94 pb	0 pb	-5 pb
Zone euro	2,3%	-16 pb	32 pb	111 pb	-9 pb	-27 pb
UK	4,0%	-13 pb	51 pb	114 pb	-9 pb	-25 pb
CH	0,4%	-8 pb	-21 pb	73 pb	-10 pb	-10 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- La croissance économique reste relativement solide. L'actualité de la course à la Maison Blanche est le principal facteur des taux et écarts.
- Nous prévoyons un recul de l'inflation et donc deux baisses de taux en 2024.

### Zone euro

- L'économie de l'UEM semble avoir atteint un plancher, le consensus relevant depuis mai sa prévision pour 2024.
- Comme prévu, la BCE n'a pas changé ses taux lors de sa réunion du 18 juillet. Nous prévoyons une légère hausse du PIB, un repli de l'inflation et donc des baisses de taux en septembre et décembre.

### Royaume-Uni

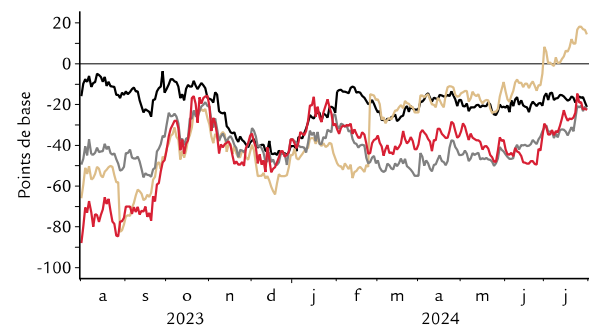
- Depuis mai, le consensus relève sa prévision du PIB britannique pour 2024. La probabilité de récession à un an calculée par Bloomberg recule à 20%.
- La Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur le 20 juin dernier. Malgré une économie qui se remet et une inflation toujours élevée, nous prévoyons deux baisses de taux cette année.

### Suisse

- En juin, l'inflation et le PMI manufacturier ont reculé plus que prévu. La vigueur du CHF a renforcé la tendance à la désinflation.
- Après une baisse de 25 pb le 20 juin, la BNS devrait laisser inchangé son taux directeur au 2<sup>e</sup> semestre 2024.

### Recul de l'inversion de la courbe américaine depuis fin juin

Inversion de la courbe des taux : rendement des obligations d'Etat à 10 ans moins 2 ans



— Etats-Unis — Allemagne — Royaume-Uni — Suisse

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 31 juillet 2024

Le débat du 27 juin et les événements ayant suivi ont temporairement augmenté la probabilité d'un second mandat de Donald Trump et déclenché sur le marché un effet Trump qui a duré. Côté taux, la tendance est à des rendements plus élevés des obligations américaines à long terme. Les investisseurs ont acquis des titres à échéance plus courte et vendu celles plus longues, faisant se raidir la courbe. En termes d'écarts en EUR, notons la forte volatilité des titres Investment Grade (IG) et High Yield (HY) jusqu'à début juillet en raison de l'actualité électorale en France. Côté écarts en USD, l'IG a été plutôt stable en juillet. Mais les obligations HY ont profité de l'effet Trump et surperformé les européennes. Baisses d'impôts, droits de douane et règles plus souples devraient favoriser la solvabilité d'entreprises moins solides. De plus, les émetteurs américains HY ont une forte part de revenus domestiques, contrastant avec l'IG, où elle est habituellement plus faible. Nous sommes neutres sur le crédit EUR IG et HY, mais prévoyons des écarts plus importants pour le crédit USD IG et HY. Côté durée, les rendements des obligations à 10 ans américaines et allemandes devraient baisser en août, une baisse de taux étant attendue côté Fed comme BCE. Après le net rebond des emprunts de la Confédération, nous sommes neutres sur les rendements à 10 ans. Les risques pour nos prévisions : inflation tenace, économie américaine plus solide que prévu et le scrutin de novembre.

## Actions

Un mois de juillet à deux temps

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juil. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	-0,4%	14,2%
Zone euro	-0,2%	8,1%
Royaume-Uni	1,4%	9,3%
Suisse	2,3%	11,2%
Marchés émergents	-0,9%	6,5%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Jusqu'au 15 juillet, le marché a progressé de 4%, mais a ensuite cédé du terrain et fini le mois légèrement dans le rouge. Cependant, la performance depuis janvier est bien supérieure à notre prévision haute de 7% pour 2024.
- Pour l'heure, les résultats trimestriels dépassent les attentes, mais certains des « Magnificent 7 » ont déçu, entraînant une correction.
- En juillet, des styles à la peine jusque-là ont connu un net regain de forme. Valeur gagne 4,2% et les petites capitalisations, 7,1%, surperformant le marché global. A -4,4%, les titres de croissance sous-performent.
- Le marché américain est cher et sa valorisation, bien supérieure à celle de tous les autres.

### Zone euro

- Nouveau mois morose pour le marché de l'UEM. Depuis janvier, sa performance est bien inférieure à celle de son homologue américain.
- Comme outre-Atlantique, les résultats trimestriels sont meilleurs que prévu pour l'heure. La valorisation du marché européen reste neutre.

### Royaume-Uni

- Léger gain pour le marché britannique en juillet. Il surperforme le marché de l'UEM depuis janvier.
- Il profite toujours d'une faible valorisation, et le nouvel exécutif pourrait lui être favorable.

### Suisse

- Un mois de juillet positif pour le marché suisse. Il surperforme le marché de l'UEM depuis janvier.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Après un mois de juin solide, les marchés émergents ont faibli en juillet et cèdent 0,9%. Depuis janvier, la performance est de 6,5%.

### Un début de rotation des styles ?

Ces 15 dernières années ont marqué une rupture structurelle dans les modèles de rendements des différents styles d'investissement. Croissance a surperformé valeur plus que jamais (765% vs 283% aux Etats-Unis en 2009 et 427% vs 183% au niveau mondial). Les petites capitalisations ont largement sous-performé les grandes. Les styles plus défensifs comme volatilité minimale ou dividende élevé n'ont pas pu tenir le rythme du marché. De plus, le marché américain et le secteur informatique ont signé de bien meilleures performances que l'indice mondial. Le constat est le même sur les cinq et dix dernières années, ainsi que depuis le début de l'année 2024. Avant 2009, le schéma était inverse : valeur surperformait la croissance, les petites capitalisations surperformaient les grandes et les styles défensifs tenaient très bien l'allure du marché.

MSCI World	2009 – juin 2024	5 ans	10 ans	Year-to-date*	Juil. 2024*
Total	295%	74%	140%	12%	0,1%
Small Cap	249%	39%	84%	7%	5,6%
Growth	427%	104%	214%	13%	-3,3%
Value	183%	44%	76%	10%	3,9%
Momentum	478%	82%	209%	21%	-4,3%
Quality	486%	111%	237%	15%	-2,4%
Min Vol	226%	26%	98%	9%	4,2%
High Dividend	176%	35%	69%	8%	4,3%
IT	948%	189%	522%	18%	-4,6%

\* Variation au 30 juillet. Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Une évolution ayant conduit à une extrême concentration des marchés des actions (le marché américain est plus concentré qu'en 1929 et en 1999) et à de colossales différences de valorisation. Par exemple, le MSCI World Growth affiche un ratio cours/bénéfice (C/B) de 30,8, alors que le MSCI World Value affiche un ratio C/B de 15,1. Autrement dit, le style croissance coûte deux fois plus que le style valeur. C'est la différence de valorisation la plus importante enregistrée en ce siècle. Trois situations extrêmes se présentent : différences de performances, concentration et valorisations relatives historiques. D'où la grande question : est-ce le début d'une contre-tendance, voire un retour aux modèles antérieurs à 2009 ? Ou un mouvement de court terme issu des résultats trimestriels et des événements politiques ? Dégager une prévision est ardu, mais une chose est claire : ces trois situations n'ont jamais connu une telle acuité. Tôt ou tard, la correction interviendra. Le début d'une normalisation en juillet serait sain pour les marchés des actions.



## Devises

Le dollar marque une pause

### Aperçu des principales devises

	Juil. 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,0%	-2,0%	↘
EUR/CHF	-0,8%	2,8%	→
GBP/USD	1,5%	0,8%	↘
USD/JPY	-5,0%	8,3%	↗

\* Variation au 30 juillet. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Juillet a marqué un rare mois de faiblesse de l'USD. Le billet vert a cédé environ 1% sur une base pondérée des échanges. Parmi les grandes devises, l'USD s'est déprécié le plus face au JPY, au CHF et à la GBP.
- Il devrait retrouver de la vigueur en août, la perspective de croissance économique favorisant toujours l'USD, notamment par rapport à l'EUR.

### Zone euro

- L'EUR s'apprécie face à l'USD, mais cède 0,2% pondéré des échanges. A la lecture des PMI, l'optimisme quant à la croissance du 1<sup>er</sup> semestre s'efface déjà dans l'UEM, pesant sur l'EUR.
- L'EUR devrait rester sous la pression de l'USD. Nous sommes neutres sur la paire GBP/CHF.

### Royaume-Uni

- Nette hausse de la GBP en première quinzaine de juillet, avec une croissance et une inflation plus fortes que prévu. Le marché s'attend donc à moins de baisses de taux directeur pour 2024.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD à un mois.

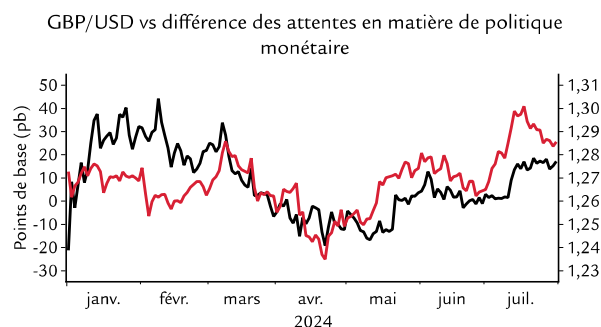
### Suisse

- Le CHF reste solide en juillet, les doutes quant à la croissance européenne et la grande incertitude politique alimentant la demande en valeurs refuges.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF à un mois.

### Japon

- Net rebond du JPY en juillet, amplifié par la hausse-surprise de taux décidée par la Banque du Japon (BoJ) le 31 juillet. Un soulagement bienvenu pour le bonnet d'âne des grandes devises en 2024.
- Toutefois, nous pensons que le JPY va faiblir, car nous n'attendons pas de cycle de hausse crédible de la part de la BoJ.

### L'USD solide, la GBP encore plus



— Variation attendue des taux directeurs à la fin 2024 :  
BoE moins Fed, éch. de g.

— Taux au comptant GBP/USD, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 31 juillet 2024

La GBP est la seule devise des marchés développés s'appréciant face à l'USD depuis le début de l'année. Une dynamique économique relativement soutenue et une inflation tenace l'ont portée. L'économie britannique fait mieux que prévu cette année. Au 1<sup>er</sup> trimestre, le PIB a gagné 0,7% par rapport au trimestre précédent, et les chiffres mensuels du 2<sup>e</sup> trimestre confirment cette vigueur. Les prévisions économiques ont connu un regain de dynamisme, les PMI préliminaires de juillet affichant une amélioration de la confiance des entreprises du secondaire et du tertiaire. Le contraste avec les chiffres décevants de la zone euro est fort. La pression inflationniste recule également, mais elle reste plus tenace qu'attendu par la Banque d'Angleterre (BoE), notamment à cause des services. Ces deux facteurs ont conduit les marchés à anticiper une politique monétaire de la BoE plus restrictive pour une plus longue période. Actuellement, deux baisses de taux de 25 pb chacune sont prévues pour cette année. Concernant la Fed, l'assouplissement de politique monétaire attendu est un peu plus généreux. Cette différence d'anticipation a été un facteur clé du taux de change GBP/USD cette année (voir graphique). Toutefois, la hausse de la GBP semble arrivée à son terme, les investisseurs ayant accumulé de nombreuses positions longues sur la paire GBP/USD. Nous nous attendons à ce que l'inversion de la paire GBP/USD, qui a débuté mi-juillet, se poursuive en août. La vigueur structurelle de l'USD devrait faire son retour à horizon d'un mois.

## Allocation d'actifs

Le répit estival propice à l'introspection

### Synthèse

- Après un S1 2024 solide, mais plutôt volatil, les marchés des actions ont été plus faibles en juillet, avec seulement une poignée d'entre eux dans le vert.
- Les obligations ont profité de taux en baisse et d'écart de crédit plutôt stables. Les portefeuilles multiactifs à forte part de revenu fixe ont surperformé ceux à plus forte pondération d'actions.
- Au 30 juillet, la plupart des marchés des actions ont un rendement négatif en devise locale, à l'exception notable de la Suisse et du Royaume-Uni – portés par la plus faible pondération des actions technologiques.
- Notons la volatilité des devises en seconde quinzaine notamment ; le CHF s'est légèrement apprécié grâce au mouvement vers les valeurs refuges.

### Allocation d'actifs : avis actuels

Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	neutre

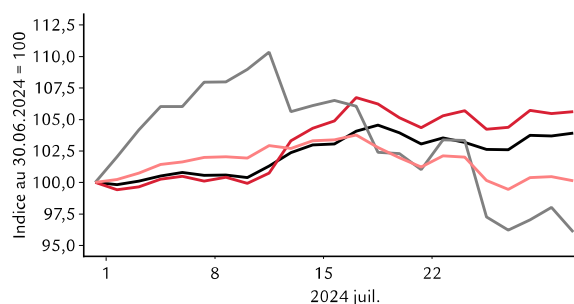
\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Les résultats trimestriels américains actuels ont poussé les investisseurs à réévaluer les titres les plus performants en 2024 jusqu'ici. Ce pourrait être le début d'une normalisation, mais aussi un mirage, car la pause estivale tend à amplifier les événements temporaires en raison de la liquidité moins abondante. Nous commençons à diversifier en réduisant la part des grands titres technologiques pour aller vers des segments plus attractifs.
- Les rendements à long terme ont légèrement baissé, mais restent élevés, notamment aux Etats-Unis. Les obligations d'Etat et celles de première qualité restent donc attrayantes. Exception notable : les emprunts de la Confédération. Les faibles taux sont moins intéressants malgré les bons rendements cette année et la faible inflation en Suisse.
- Peu de mouvement côté écarts de crédit, synonyme de faible protection en cas de dégradation des conditions financières des émetteurs. Malgré le rendement plus élevé des obligations d'entreprise, nous leur préférons celles d'Etat.

### Etre neutre sur les actions : encore un bon choix ?

En février, nous avons relevé la pondération des actions à « neutre ». Ce choix s'expliquait par la solide dynamique positive du marché, à même de compenser les fondamentaux négatifs des actions. Et la dynamique a été robuste. Depuis fin février, les marchés mondiaux des pays développés signent +6,9% (MSCI World Developed avec revenu net réinvesti en CHF), alors que les obligations d'Etat mondiales grignotent 0,4% (indice Bloomberg Global Treasury Total Return couvert en CHF). Pendant cette période, il y a eu quelques corrections, mais les actions ont vite rebondi. Le plus récent épisode a débuté le 16 juillet, avec une correction maximum d'environ 6% au 29 juillet. *A posteriori*, le choix de relever la pondération à « neutre » était bon. Mais faut-il maintenir cette décision ? Si la plupart des marchés ont de bons résultats, la performance en 2024 est le fait de quelques mastodontes américains de la technologie. Ces actions ont profité non seulement d'une forte croissance des bénéficiaires, mais aussi d'attentes encore plus fortes quant aux avantages que l'IA leur apporterait. Toutefois, les résultats actuellement publiés, s'ils sont solides, semblent décevoir les investisseurs. Le marché punit sévèrement les sociétés aux bénéfices et perspectives timides. Cette attitude touche surtout les grandes entreprises technologiques onéreuses (voir graphique). Aussi, la reprise pourrait être plus complexe cette fois-ci, pour deux autres raisons également. La Fed reporte sa première baisse de taux, car l'économie reste solide. La course à la Maison Blanche crée de l'incertitude, ce que les marchés goûtent peu. Le marché des actions a perdu en dynamisme. Il est trop tôt pour dire que le tournant arrive, mais il s'approche. Nous demeurons donc neutres, mais réduisons l'exposition aux grands titres américains en faveur d'actions plus modestes et moins chères.

Comparaison des rendements totaux en juillet 2024



— MSCI World Net Total Return USD — Bloomberg Magnificent 7 Index  
 — MSCI World Small Cap Net Total Return USD Index  
 — MSCI World Value Net Total Return USD Index

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30.07.2024