

Novembre / décembre 2024

## Taux d'intérêt et obligations

La croissance américaine étonne encore

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Oct. 2024*	Year-to-date*	Actuel	Oct. 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	52 pb	42 pb	81 pb	-8 pb	-18 pb
Zone euro	2,4%	27 pb	37 pb	103 pb	-14 pb	-35 pb
UK	4,3%	35 pb	82 pb	108 pb	-13 pb	-31 pb
CH	0,4%	5 pb	-24 pb	69 pb	-3 pb	-13 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.  
\* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- La dynamique conjoncturelle continue de surprendre avec une consommation solide et une croissance du PIB à 2,8% en rythme annuel.
- En octobre, le nombre de baisses de taux directeur prévu pour le reste de l'année 2024, tel qu'indiqué par les contrats à terme de la Fed, est passé de 2,8 à 1,7. Nous en prévoyons toujours deux.

### Zone euro

- Au T3, le PIB a crû plus que prévu, mais les indicateurs du moral restent globalement faibles.
- La BCE poursuit sa trajectoire de baisse, avec une nouvelle réduction de 25 points de base (pb) de son taux directeur le 17 octobre. Nous en prévoyons une autre en décembre.

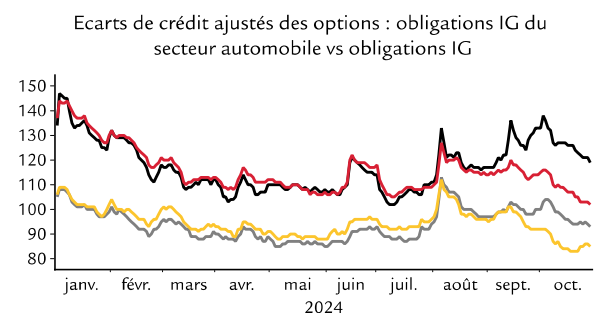
### Royaume-Uni

- La situation économique reste solide, mais les indicateurs de tendance signalent un repli.
- La BoE devrait baisser son taux directeur en novembre, mais pas en décembre.

### Suisse

- Les chiffres de septembre affichent un IPC inférieur aux attentes et un taux de chômage plus élevé que prévu. Notre prévision de PIB pour 2025 (1,0%) est inférieure à celle que le consensus vient d'abaisser (1,3%).
- Baisse de 25 pb par la BNS en septembre, avec allusion à d'autres baisses ; nous en prévoyons encore une cette année.

### La dette de l'automobile sous-performe



Depuis début septembre, le secteur sous-performe les segments IG, surtout pour les constructeurs, et HY, principalement pour les équipementiers. Baisse des ventes mondiales, faibles attentes de production et pression sur les marges ont entraîné le creusement des écarts. Deux raisons à cela : primo, des stocks élevés suite à la surproduction de 2022/2023. Secundo, un repli mondial des ventes de véhicules légers depuis juin 2024 (mai 2024 en Chine) et de celles des électriques à batterie (VEB) en Europe après suppression des subventions, comme en Allemagne. Par conséquent, constructeurs et équipementiers ont émis des avertissements sur résultats, ce qui n'a pas enchanté les agences de notation. Moody's a abaissé sa perspective de stable à négative pour le secteur automobile mondial. Des baisses de taux d'intérêt, une liquidation d'inventaire et des mesures de relance de Pékin devraient stabiliser le secteur. La réglementation de l'UE sur les émissions – plus stricte dès 2025 – devrait pousser l'industrie à lancer de nouveaux modèles VEB pour augmenter la part de marché et limiter le risque de sanctions. Pour novembre, nous sommes négatifs sur les écarts HY et neutres sur le segment IG. Côté duration, rendements américains et allemands devraient être moins élevés en fin d'année. Nous sommes neutres sur les obligations suisses.

# Actions

Sommet américain historique

## Aperçu de la performance des marchés des actions

	Oct. 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	1,1%	22,6%
Zone euro	-2,4%	9,0%
Royaume-Uni	-0,8%	8,8%
Suisse	-1,7%	8,7%
Marchés émergents	-3,9%	12,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- En 2024, les marchés américains ont battu près de 50 fois leur record, et octobre n'a pas dérogé à la règle.
- La saison des résultats a bien démarré avec les solides chiffres de Tesla.
- Le marché américain est cher, et les rendements annuels escomptés à long terme inférieurs à 5%.

### Zone euro

- Le marché européen continue de sous-performer en octobre. Toutefois, l'indice Euro Stoxx surperforme le S&P 500 hors Magnificent 7 sur les trois dernières années.
- De fortes disparités de performance parmi les marchés nationaux. Sur l'année en cours, l'allemand bondit de plus de 16%, et le français recule de 1%.
- La valorisation du marché européen reste neutre, mais il lui manque une étincelle pour devenir supérieure à celle de l'américain (en termes absolus et relatifs).

### Royaume-Uni

- Performance neutre en octobre, et une évolution sur l'année similaire à celle de la zone euro.
- Ce marché profite toujours d'une faible valorisation.

### Suisse

- Repli du marché suisse en octobre.
- Comme ailleurs, les petites capitalisations sous-performent les grandes puis janvier, mais les égalent sur le dernier trimestre.
- Le marché est dans la partie supérieure de la plage neutre.

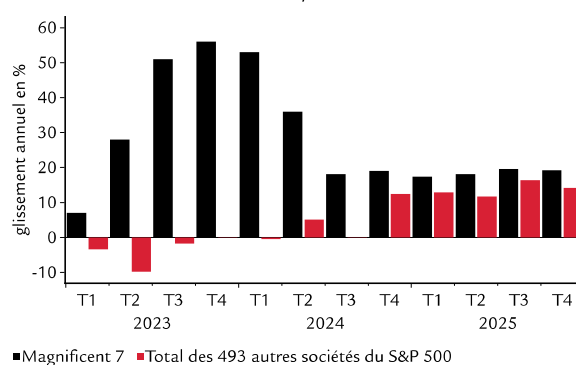
### Marchés émergents

- Après un mois de septembre exceptionnel, les actions ont cédé un peu de leurs gains.
- La Chine et l'Inde ont pesé le plus, en perdant respectivement 4% et 7% (en USD).

## Des résultats à décrypter

Les Magnificent 7 – groupe de sept valeurs technologiques à la pointe de la performance et de la croissance des bénéfices – ont dopé le marché américain récemment. Sur l'année écoulée, ces sept titres ont vu leur valeur bondir de 30% à 60%, alors que les 493 autres sociétés du S&P 500 n'ont pas vu leurs bénéfices croître, quand ils n'ont pas diminué.

Croissance des bénéfices trimestriels, y compris les attentes des analystes



■ Magnificent 7 ■ Total des 493 autres sociétés du S&P 500

Sources : JPM, Factset, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : T4 2025

Les prévisions pour les futurs trimestres divergent substantiellement des données historiques. La croissance des bénéfices des Magnificent 7 est pour l'heure projetée autour de 20%, avec un nouveau repli de 10% à 15% en 2026. En revanche, les 493 autres titres de l'indice phare devraient connaître un redressement spectaculaire, avec des bénéfices de croissance à deux chiffres dès le T4 2024. Et ce malgré des taux d'intérêt élevés et des craintes de repli de la dynamique conjoncturelle. Si ces projections se confirment, la croissance des bénéfices au sein du S&P 500 pourrait être de 15% au cours de chacun des cinq prochains trimestres – soit près de trois fois la croissance nominale du PIB attendue. Nous ignorons d'où pourrait venir cette croissance parmi les 493 autres sociétés. Les marges sont déjà à des niveaux historiquement élevés, les baisses de taux de la Fed déjà anticipées et les potentiels gains de productivité grâce à l'IA prendront des années à se concrétiser. Et la politique budgétaire est déjà très expansive. En bref, nous prévoyons une croissance des bénéfices plus faible que le marché pour « les 493 » et l'indice dans son ensemble. Fortes valorisations, prévisions ambitieuses et baisse de la croissance des bénéfices des Magnificent 7 traduisent la très forte probabilité d'une correction américaine. Pourtant, la confiance est bonne, les données économiques sont solides et les résultats trimestriels prometteurs jusqu'ici.

# Devises

## Surajustement de l'USD

### Aperçu des principales devises

	Oct. 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-2,5%	-1,7%	↗
EUR/CHF	-0,1%	1,3%	→
GBP/USD	-3,1%	1,8%	↗
USD/JPY	6,8%	8,8%	↘

\* Variation au 30 octobre. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Après le creux estival, l'USD s'est vigoureusement repris en octobre. Pondéré des échanges, l'indice en USD s'apprécie de 3,7%.
- Réévaluation des prévisions de baisses par la Fed et de données économiques américaines meilleures que prévu l'ont porté. La récente variation est un surajustement et l'USD devrait faiblir en novembre.

### Zone euro

- En octobre, l'EUR a cédé l'essentiel du terrain pris à l'USD en août et septembre. Un mouvement surtout dû au billet vert, mais la conjoncture faiblit dans l'UEM, mettant l'EUR encore plus sous pression.
- Pour novembre, nous sommes positifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF.

### Royaume-Uni

- La livre sterling s'est dépréciée par rapport au dollar américain et à l'euro en octobre, malgré une Banque d'Angleterre toujours prudente et une surperformance de la croissance au Royaume-Uni
- Le rapport GBP/USD devrait s'inverser quelque peu en novembre - avec une hausse à la clé donc.

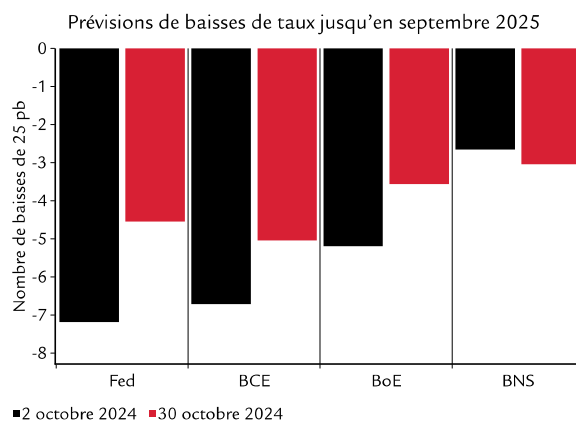
### Suisse

- Le CHF a repris du terrain à l'EUR mais en a largement cédé à l'USD, l'effet valeur refuge étant effacé par une hausse du différentiel de taux par rapport aux Etats-Unis.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et négatifs sur la paire USD/CHF pour novembre.

### Japon

- Forte hausse de la paire USD/JPY en octobre, après trois mois d'un yen vigoureux.
- Nous nous attendons à ce que le taux de change USD/JPY baisse en novembre, plutôt en raison de la faiblesse générale de l'USD que de facteurs spécifiques au JPY.

### USD : de mal-aimé à glorifié



Sources : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30 octobre 2024

Si l'été a mis l'USD à rude épreuve, le billet vert a fait un retour tonitruant en octobre. Il s'apprécie face à toutes les grandes devises, surtout face au NZD et au JPY. Un regain de vigueur surtout porté par une réévaluation des prévisions du marché quant à la future politique monétaire américaine. Il a écarté environ deux baisses de 25 pb chacune depuis le début du mois, dans le sillage de données économiques meilleures (voir graphique). La hausse de la probabilité d'un second mandat de Donald Trump a également été favorable à l'USD. La prévision actuelle du marché, qui met en doute une nouvelle baisse par la Fed à court terme, nous semble déraisonnable. En effet, de premières lézardes apparaissent dans l'économie américaine. Le marché du travail et la confiance des entreprises reculent - quoique depuis un niveau élevé pour celle-ci. A chacune de ses sept réunions jusqu'en juillet 2025, la Fed devrait opérer une baisse de 25 pb, avec une réévaluation du carry actuel de l'USD à la clé. La vigueur du billet vert devrait ainsi connaître une correction. La paire EUR/USD devrait donc progresser courant novembre. En outre, la position sur le marché est passée de court sur l'EUR à long sur l'USD, avec un risque de correction, corroborant notre avis sur la paire.

## Allocation d'actifs

Les actions US brillent avec les rendements en hausse

### Synthèse

- Forte hausse des actions américaines en octobre, portée par de solides fondamentaux et des gains des titres technologiques. Hors Etats-Unis, le Japon est l'un des rares marchés positifs. Les autres ont lutté, entravés par des difficultés régionales et de fortes valorisations.
- La forte concentration a rendu les investisseurs prudents. Seule une poignée de sociétés sont en vue, soulevant des inquiétudes quant à la valorisation. Les derniers résultats dénotent une croissance positive mais qui décélère, signe d'un cycle arrivant à maturité.
- L'action des banques centrales a largement influencé la dynamique de marché. En baissant ses taux et en adoptant une position plus souple, la Fed a bien répondu aux attentes des marchés, portée également par une inflation stable et une économie solide. La BCE a maintenu sa position dans une région à la croissance atone. En Asie, le marché chinois profite du soutien monétaire et budgétaire – alimentant optimisme, mais aussi scepticisme.
- Côté obligataire, la pression de taux en hausse se ressent à nouveau dans tout le revenu fixe. Les obligations d'Etat et IG ont connu plus de rendements négatifs que le segment HY et la dette émergente. Les écarts restent serrés ; si la qualité de crédit recule, cela pourrait gêner la situation. La dette souveraine reste attrayante de par son rendement et son potentiel de diversification, face aux actions à forte valorisation et aux incertitudes persistantes.

### 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

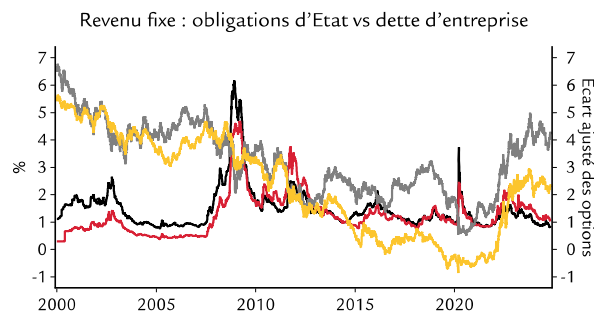
\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Nous demeurons prudents sur les actions, même si nous reconnaissons la capacité du marché américain à maintenir la dynamique malgré de fortes valorisations. L'allocation reste donc neutre.
- Deux autres positions demeurent :
  - surpondération de la dette souveraine (rendements attrayants et potentiel de diversification) ;
  - dette d'entreprise sous-pondérée, vu les écarts serrés, le faible potentiel de hausse et la protection minimale en cas de crédit dégradé.

### Pourquoi cet attachement à la dette souveraine ?

Notre stratégie d'investissement actuelle repose sur deux hypothèses fondamentales. Primo, obligations d'entreprise et actions sont chères, mais ces dernières ont un plus grand potentiel de hausse. La dette d'entreprise semble donc moins attrayante du fait de son potentiel limité de rendements positifs. Secundo, les rendements de la dette souveraine américaine et dans l'UEM sont élevés, même ajustés de l'inflation. L'inflation et la politique monétaire se stabilisant, ces rendements devraient baisser, protégeant quelque peu d'éventuelles corrections des actions – à l'inverse de 2022 où actions et obligations avaient plongé en même temps.

Pour l'heure, les résultats sont mitigés. En 2024, les actions surperforment les obligations, mais la dette d'entreprise a livré de meilleurs rendements que la souveraine, même avec des écarts plus faibles. Rétrospectivement, rester neutre sur les actions a été positif. D'où la question : devons-nous réviser notre allocation en revenu fixe ? Nous pensons que non, et ce à plus d'un titre.



- Rendement Bund à 10 ans (éch. de g.)
- Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (éch. de g.)
- Crédit investment grade européen (éch. de d.)
- Crédit investment grade américain (éch. de d.)

Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 30 octobre 2024

Les écarts de crédit sont presque au plus bas, alors que les risques géopolitiques, économiques et sectoriels grandissent. De plus, les rendements obligataires, hormis les suisses, sont historiquement élevés, en termes nominaux comme ajustés de l'inflation. Des niveaux difficilement soutenables à terme, malgré une économie américaine toujours solide, et encore moins vu la santé précaire des marchés européens.

Nous prévoyons une baisse des taux et un creusement des écarts, même si la hausse des déficits publics pourrait la limiter. Cela dit, les promesses fiscales, par un camp ou l'autre, pourraient *in fine* être appliquées *a minima*.

Novembre / décembre 2024

### A retenir

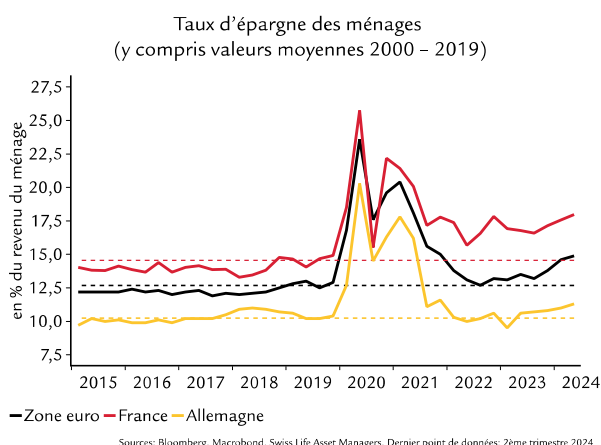
- Etats-Unis : la dynamique économique reste solide, mais l'emploi multiplie les signaux de faiblesse
- Europe : une reprise plus lente de la consommation privée comme explication du faible élan
- Chine : le plan de relance ne dope pas les dépenses, mais limite les risques à la baisse

### 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	2,7% ↑	2,6% ↑	1,7% ↑	1,8% ↑	2,9%	2,9% ↓	2,1%	2,2%
Zone euro	0,8% ↑	0,7%	1,1% ↑	1,2% ↓	2,4%	2,3% ↓	1,9% ↓	1,9% ↓
Allemagne	-0,1% ↓	0,0%	0,9% ↓	0,7% ↓	2,3% ↑	2,3%	1,9%	1,9% ↓
France	1,2%	1,1%	1,0%	1,0% ↓	2,0% ↓	2,2% ↓	1,1% ↓	1,6% ↓
Italie	0,7% ↓	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	1,2%	1,7% ↓	1,7% ↓
Espagne	3,0% ↑	2,7% ↑	1,8% ↑	2,0%	2,7% ↓	2,9% ↓	1,8% ↓	2,0% ↓
Royaume-Uni	0,9% ↓	1,0%	1,0%	1,3% ↑	2,5%	2,6%	2,1%	2,3% ↓
Suisse	1,4%	1,4%	1,2% ↑	1,5%	1,1%	1,2%	0,4% ↓	0,9% ↓
Japon	-0,2%	0,0%	0,9%	1,2%	2,5%	2,6% ↑	1,5%	2,1%
Chine	4,8% ↑	4,8%	4,5% ↑	4,4%	0,4%	0,5%	1,8%	1,2% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 octobre 2024

### Graphique du mois



En début d'année, une des hypothèses centrales de notre scénario de référence était la fin de la crise du pouvoir d'achat en Europe. Effectivement, les salaires réels progressent pour la première fois depuis 2021. Interrogés, les ménages ont confirmé l'amélioration de leur situation financière. Malgré cela, la consommation peine à décoller. A lire le taux d'épargne, les ménages mettent bien plus de côté que la moyenne depuis 2020. En France, la différence entre le taux actuel et la moyenne à long terme correspond à environ 2,0% du PIB. Les doutes sur la sécurité de l'emploi et la hausse des taux d'intérêt expliquent probablement cette forte propension à l'épargne.

## Etats-Unis Solidité, mais...

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,7%	2024 : 2,6%
2025 : 1,7%	2025 : 1,8%

Au 3<sup>e</sup> trimestre, la croissance du PIB inscrite à 0,7% a été supérieure à la prévision. La consommation en particulier est restée solide. La révision rétrospective de la comptabilité nationale expose, depuis la pandémie, un taux d'épargne plus élevé et une disparition plus lente de l'épargne excédentaire. Les ménages américains continuent donc d'afficher une bonne santé économique. Toutefois, ils sont de plus en plus nombreux à concéder qu'il est plus difficile de trouver un emploi. Le coup de froid sur le marché du travail américain se reflète également dans les enquêtes auprès des entreprises. Au sein du PMI, l'indice de l'emploi en octobre reste inférieur à la marque des 50 points, tant dans le tertiaire que dans le secondaire. Abstraction faite de ces enquêtes, interpréter les chiffres du marché du travail est complexe en raison de divers facteurs qui biaisent la lecture. Par exemple, le nombre de postes créés en lien avec l'élection présidentielle est nettement supérieur à celui des précédentes années électorales. De plus, le passage de l'ouragan Beryl a créé des emplois dans la construction pour réparer les dégâts. Ainsi, les solides chiffres de l'emploi en septembre – forte hausse des embauches et léger repli du taux de chômage à 4,1% – traduisaient une distorsion à la hausse. En octobre, en revanche, les ouragans Helene et Milton ainsi que diverses grèves ont pénalisé le marché du travail.

### Inflation

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

En septembre, les prix des logements ont moins augmenté que prévu. L'évolution des prix des denrées alimentaires, des biens de consommation de base et des services (hors logements) a livré une mauvaise surprise à la hausse. L'inflation sous-jacente passe donc de 3,2% à 3,3%, ce qui n'empêchera pas la Fed de desserrer un peu plus la vis des taux. Par ailleurs, le PMI des services en octobre traduit une pression en reflux sur les prix des services.

## Zone euro Le rebond a du retard

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,7%
2025 : 1,1%	2025 : 1,2%

Au 3<sup>e</sup> trimestre, le PIB de la zone euro a progressé davantage que prévu, signant +0,4% par rapport au trimestre précédent. Cependant, la dynamique de croissance reste hétérogène dans la région. L'Allemagne, l'Espagne et la France ont livré de bonnes surprises, à l'inverse de la croissance italienne qui a déçu nos prévisions. Les informations détaillées ne sont pas encore disponibles, mais le rebond attendu de la consommation des ménages ne devrait se manifester que timidement. En raison des salaires réels repartis à la hausse, nous avons tablé sur une augmentation des dépenses des ménages aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres. Or, ce rebond semble moins prononcé que prévu, car le taux d'épargne en zone euro ne cesse d'augmenter (voir graphique du mois). Certes, cela pourrait entraîner davantage de dépenses si l'incertitude reflue, mais ce n'est pas la lecture que l'on peut faire des enquêtes actuelles. Le marché du travail se contracte légèrement, faisant grandir la crainte du chômage. En Allemagne, elle fait même l'effet d'un épouvantail. En France comme en Allemagne, les sous-composantes de l'emploi dans les indices des directeurs d'achat font état d'un recul des embauches. Certes, en termes nominaux, le patrimoine net est supérieur à son niveau pré-covid, mais corrigé de l'inflation, il lui reste inférieur. Néanmoins, nous prévoyons une croissance du PIB légèrement plus élevée en 2025 qu'en 2024 pour la zone euro.

### Inflation

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

En octobre, et comme prévu, la BCE a abaissé une fois de plus son taux directeur de 25 points de base, annonçant poursuivre sa trajectoire progressive d'assouplissement. En septembre, l'inflation globale dans la zone euro a glissé sous 2%, comme prévu, et s'établit à 1,7%. La sous-jacente ressort inchangée à 2,7%. L'évolution des prix des services en septembre, en nette baisse par rapport au mois précédent, est encourageante.

## Allemagne Des lumignons d'espoir

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : -0,1%	2024 : 0,0%
2025 : 0,9%	2025 : 0,7%

Au 3<sup>e</sup> trimestre, l'économie a progressé de 0,2%, après un repli révisé à la baisse de 0,3% au deuxième. Les détails ne sont pas encore connus, mais l'office allemand des statistiques précise que la consommation privée comme la dépense publique affichent des contributions positives. Les ventes au détail ont également signé de légères hausses en juillet et en août. Comme l'illustre le graphique du mois, le taux d'épargne augmente tout de même aussi en Allemagne. Les ménages indiquent vouloir même épargner davantage au cours des 12 prochains mois. Une situation à mettre en lien avec l'incertitude conjoncturelle croissante, notamment quant à la trajectoire de l'emploi. Il faut donc s'attendre à une consommation qui demeure quelque peu contenue. Il n'empêche que les résultats des enquêtes auprès des entreprises industrielles s'améliorent légèrement en octobre, une première depuis mai. Mais le pessimisme règne. Autre première, depuis 2022 cette fois, les banques indiquent que les conditions d'octroi de crédit aux entreprises se sont assouplies et que la demande repart à la hausse. Les nouvelles baisses de taux de la BCE devraient porter cette dynamique. Nous maintenons notre point de vue. Primo, l'assouplissement monétaire combiné à la hausse des salaires réels va stimuler la conjoncture. Secundo, l'Allemagne semble pour l'heure anticiper des trimestres hivernaux difficiles.

### Inflation

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

En recul depuis mai, l'inflation globale a augmenté en octobre, mais principalement en raison d'effets de base. Dans l'ensemble, les signes d'un repli de la pression inflationniste dans le secteur tertiaire se multiplient également. Ainsi, le PMI des prix de vente des prestataires est parfaitement identique à son niveau pré-covid. En outre, la pression salariale devrait lentement décroître, car la situation se détend sur le front de la main-d'œuvre pour les sociétés de services.

## France L'épargne de la peur

### Croissance du PIB

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

En première page, nous décrivons la réticence à consommer des ménages français au moyen de la hausse du taux d'épargne. Or, il est intéressant de noter que les consommateurs hexagonaux font état jusqu'à présent d'une amélioration continue de leurs finances personnelles, selon l'enquête mensuelle de l'Insee. Par conséquent, un nombre croissant de ménages indique que la possibilité d'effectuer des achats importants s'est améliorée. Mais ces paroles ne sont pas suivies d'effet : la consommation privée stagne en comparaison annuelle. A nouveau, l'enquête sur le moral des ménages peut livrer une explication. Les personnes interrogées dans ce cadre font part de leur inquiétude croissante quant à la sécurité de leur emploi. Une seconde explication de la plus grande propension à épargner dans l'ensemble de la zone euro est particulièrement évidente pour l'Hexagone. Le livret A, compte d'épargne préféré des Français et entièrement défiscalisé, est actuellement rémunéré à 3%, après avoir atteint un plancher de 0,5% en 2020 et 2021. Avec un taux d'inflation actuellement inscrit à 1,1%, la rémunération réelle est intéressante. Par ailleurs, la croissance économique va être freinée par des mesures de consolidation budgétaire au cours des trimestres à venir. Nous continuons de prévoir une trajectoire de croissance de l'économie tricolore en deçà de son potentiel.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,0%	2024 : 2,2%
2025 : 1,1%	2025 : 1,6%

La désinflation s'est poursuivie en septembre. Le taux d'inflation ressort à 1,1%, un niveau inédit depuis mars 2021. Les prévisions d'inflation à long terme sur le marché des obligations d'Etat indexées sur l'inflation se sont à nouveau stabilisées sous les 2%. La trajectoire de croissance inférieure à son potentiel est synonyme de sous-utilisation des capacités et de nouvelle baisse de la pression inflationniste. Ainsi, la politique monétaire restrictive de la BCE n'est plus appropriée pour l'Hexagone.

## Italie

### L'affaiblissement

Au 3<sup>e</sup> trimestre, l'économie italienne a stagné après avoir gagné 0,2% lors du 2<sup>e</sup> trimestre. Des indicateurs de tendance avancés laissent également entrevoir un 4<sup>e</sup> trimestre en demi-teinte. En octobre, le climat général des affaires est tombé à un nouveau plus bas en trois ans. Une contre-performance principalement imputable au net repli du secteur tertiaire. Toutefois, ce recul n'est qu'une inversion de l'amélioration enregistrée ces deux derniers mois. La confiance dans le secteur des services demeure supérieure à sa moyenne à long terme. En revanche, celle de l'industrie manufacturière reste très timide et enregistre à nouveau un léger repli sur le mois. Une donnée qui coïncide avec les chiffres de la production industrielle, qui reste clouée au sol. L'embellie dans le secteur de la construction se poursuit, et l'heure y est à l'optimisme. Nous estimons que l'économie italienne – au 4<sup>e</sup> trimestre comme en 2025 – va afficher une croissance moyenne légèrement positive.

## Espagne

### La locomotive de l'Europe

Inscrite à 0,8% au 3<sup>e</sup> trimestre, la croissance économique espagnole est une fois de plus solide et nettement supérieure à celle de l'ensemble de la zone euro. La situation continue de s'améliorer sur le marché du travail également. Selon l'institut espagnol des statistiques INE, le taux de chômage s'inscrit à 11,2% sur la période. A l'échelle de la zone euro également, le nombre de demandeurs d'emploi recule. Cette dynamique est toutefois à mettre au crédit de deux pays, à savoir l'Espagne et l'Italie, alors que le taux de chômage augmente en Allemagne et stagne en France. Dans la première économie de l'UEM, il ressort à 6,1%. Certes, c'est bien inférieur à celui de l'Espagne, mais la dynamique du marché du travail espagnol est encourageante. Le taux de chômage est en baisse toutes classes d'âges confondues. Il recule légèrement même chez les jeunes, même s'il reste toujours élevé. Toutefois, la fin de la saison touristique dans les mois à venir devrait exercer une légère pression haussière sur le chômage de l'autre côté des Pyrénées.

## Suisse

### Des données désaccordées

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,4%	2024 : 1,4%
2025 : 1,2%	2025 : 1,5%

Interpréter les données disponibles quant à la conjoncture en Suisse relève de la gageure. En surface, les données relatives à la croissance du produit intérieur brut au premier semestre indiquent que l'économie est en bonne santé. Des données à rebours des faiblesses persistantes des PMI. Celui de l'industrie en particulier se situe en territoire négatif de manière ininterrompue depuis janvier 2023. Mais même le secteur secondaire, fortement sous pression, envoie des signaux divergents. Une enquête du Centre de recherches conjoncturelles KOF de l'EPF de Zurich révèle une tendance positive côté commandes, alors qu'un sondage comparable de l'organisation professionnelle de l'industrie MEM brosse un portrait bien plus sombre. En revanche, les données du marché du travail sont unanimes : le taux de chômage ne cesse de croître depuis mai 2023. Le passage d'une politique monétaire restrictive à accommodante de la part de la BNS stimule l'économie au bon moment. De plus, nous devrions bientôt voir les bénéfices de la fin de la crise du pouvoir d'achat en Europe. Pour l'heure, nos prévisions n'intègrent pas une possible hausse de la demande en raison du plan de relance chinois.

#### Inflation

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

Le recul des prix de l'énergie a amené une nouvelle révision à la baisse de la prévision d'inflation pour 2025. Notre estimation reste la plus basse de toutes celles intégrant le consensus. Néanmoins, les risques sont actuellement orientés uniquement à la baisse : une nouvelle réduction de taux de la part de la BNS en décembre ferait baisser les loyers à la mi-2025 via le mécanisme du taux d'intérêt hypothécaire de référence fixé par l'administration.



## Royaume-Uni

### Un ralentissement en douceur

#### Croissance du PIB

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

Le marché britannique de l'emploi se porte étonnamment bien. De juin à août, le taux de chômage a ainsi diminué et s'inscrit désormais à 4%, soit son niveau d'octobre 2023. La croissance des salaires est également en repli. Autant de facteurs qui devraient donner à la Banque d'Angleterre (BoE) une marge de manœuvre supplémentaire pour continuer à baisser les taux. En effet, l'économie ralentit légèrement après une croissance plus forte que prévu au 1<sup>er</sup> semestre. La croissance mensuelle du PIB a été de 0,2% en août par rapport au mois précédent, soit une légère amélioration comparée à juin et juillet, où la croissance avait stagné. En août, l'industrie et le secteur de la construction ont également récupéré de leurs temps faibles du début de trimestre. En revanche, le tertiaire a cédé un peu de terrain avant la rentrée. La croissance positive des services aux consommateurs en août, en ligne avec les ventes au détail pour le mois, invite à l'optimisme. Les premiers indicateurs avancés pour octobre laissent entrevoir un léger repli. Les PMI dans le secondaire comme dans le tertiaire reculent légèrement en octobre, mais restent ancrés au-delà des 50 points. La politique fiscale et le budget d'automne, encore inconnu à la clôture de la rédaction, continuent de cristalliser l'attention.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%
2025 : 2,1%	2025 : 2,3%

L'inflation ressort moins élevée que prévu en septembre. A 1,7%, elle glisse sous 2% pour la première fois depuis avril 2021. La baisse des prix des biens de consommation de base explique en grande partie ce repli. Le recul encore plus net de l'inflation des services, très tenace ces derniers mois, y a aussi contribué.

## Chine

### Le paquet fiscal limite le risque

#### Croissance du PIB

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

Après une hausse du PIB de 4,6% au 3<sup>e</sup> trimestre, plus élevée que prévu, nous avons relevé notre prévision de croissance pour 2024 de 10 points de base, à 4,8%. Ce faisant, la plage inférieure de l'objectif de croissance « d'environ 5% » est atteinte. Certes, les mesures conjoncturelles annoncées par Pékin pour dynamiser l'économie affaiblie par la crise immobilière sont à saluer. Cependant, il ne faut pas s'attendre à une envolée des dépenses. Contrairement à ce qui se produisait par le passé, les mesures ne ciblent pas des projets d'infrastructure qui alimentaient directement les investissements et la croissance. Il ne s'agit pas non plus d'un généreux plan de consommation qui amènerait les ménages à délier allègrement les cordons de leur bourse. De plus, ces mesures sont limitées : les analystes tablent sur un paquet fiscal d'environ 2,5% du PIB, bien inférieur à celui ayant suivi la crise financière, qui correspondait à 12,5% du PIB. Ces mesures visent à améliorer la courroie de transmission de la politique budgétaire et monétaire. Pour ce faire, les bilans des gouvernements locaux et des principales banques vont être renforcés, en vue d'en augmenter l'efficacité sur le marché immobilier. L'acquisition de projets immobiliers invendus ou la mise à disposition de liquidités pour l'achèvement de réalisations en seront deux instruments. Fluidifier cette transmission permettra de réduire considérablement les risques à la baisse pour l'économie chinoise.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,2%

L'inflation a encore reculé en Chine, passant de 0,6% en août à 0,4% en septembre. L'inflation sous-jacente est tout juste positive, à 0,1%. Le déflateur du PIB – une mesure des variations des prix de l'ensemble des nouveaux produits et services créés par l'économie nationale – est négatif pour le sixième trimestre de rang. C'est le motif clé derrière les mesures conjoncturelles annoncées.