

Septembre 2024

A retenir

Etats-Unis : les chiffres de l'emploi devraient raviver les craintes de récession ces prochains mois

Europe : l'industrie fléchit sur fond de problèmes cycliques et pour partie structurels

Chine : le soutien des pouvoirs publics au secteur immobilier en difficulté restera limité

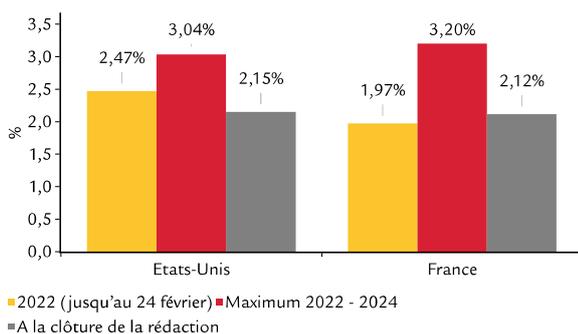
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 15 août 2024

Graphique du mois

Prévisions d'inflation issues du marché
Point mort d'inflation moyen des 10 prochaines années



Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.08.2024

L'objectif du durcissement de politique monétaire des banques centrales à partir du printemps 2022 était double : juguler la pression inflationniste immédiate et ancrer les prévisions d'inflation à long terme. Ces dernières se reflètent dans les prix de marché dans les pays débiteurs d'obligations indexées sur l'inflation. Juste avant l'offensive russe en Ukraine, le point mort d'inflation pour les dix prochaines années était proche de l'objectif d'inflation de la Fed et de la Banque de France (sur mandat de la BCE). Après une forte hausse, les prévisions d'inflation se sont entre-temps normalisées.

Etats-Unis

Le débat sur la récession vit

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,5% | 2024 : 2,5% |
| 2025 : 1,6% | 2025 : 1,7% |

Les mauvais chiffres de l'emploi américain ont déclenché début août de vives craintes de récession, entraînant une brève vague de vente sur les marchés (voir notre « Flash Comment » du 8 août). L'inquiétude s'est apaisée depuis, notamment sur fond de données économiques favorables. En juillet, les ventes au détail ont mieux progressé que prévu, et le PMI S&P Global des services s'est inscrit nettement en territoire positif en août, pour le troisième mois de rang. Toutefois, nous estimons que les craintes de récession vont connaître quelques accès périodiques. Le ralentissement attendu de l'économie américaine s'est produit, et nous prévoyons une nouvelle hausse du taux de chômage. De 4,3% aujourd'hui, il devrait atteindre 4,7% fin 2025, soit une ampleur que n'attend ni la Fed (4,1% fin 2025) ni le consensus (4,2% en moyenne annuelle 2025). La croissance plus faible de la consommation pousse les entreprises à privilégier l'efficacité. Elles embauchent moins et les prestataires signalent dans le PMI d'août, malgré une bonne situation, un emploi en repli. Les enquêtes révèlent que les ménages sont de plus en plus inquiets de l'état du marché de l'emploi. En vue de contrer le risque d'une spirale négative qui pourrait effectivement se muer en récession, le président de la Fed a ouvert la porte à une première baisse de taux en septembre.

Inflation

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

En juillet, les chiffres de l'inflation ont montré que le fort repli des deux mois précédents était une valeur aberrante. Coûts du logement et primes d'assurance auto sont remontés, deux éléments qui devraient connaître une nette détente au plus tard en 2025. L'inflation de services cycliques traduit une faible dynamique, ce qui devrait donner le feu vert à la Fed pour normaliser sa politique monétaire.

Zone euro

L'industrie fléchit

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,7% | 2024 : 0,8% |
| 2025 : 1,0% | 2025 : 1,3% |

La production industrielle dans la zone euro demeure inférieure à son niveau pré-covid. Les données des enquêtes font aussi état d'une morosité ambiante dans l'industrie, p. ex. à travers de PMI faibles. Cette faiblesse persistante est imputable à des facteurs cycliques d'une part. Les entreprises continuent de s'affairer à écouler les stocks excessifs accumulés pendant le boom de la demande qui a suivi la pandémie. A cela vient s'ajouter la faible demande des consommateurs chinois, particulièrement sensible pour l'Allemagne. En outre, le rebond des dépenses de consommation reste timide et pèse également sur la demande intérieure de production industrielle. Enfin, les taux élevés viennent alourdir les dépenses et les investissements. Nous estimons que ces difficultés cycliques vont se résorber dans un futur proche et alimenter au moins une stabilisation de la production industrielle dans la zone euro. Cependant, au vu de la faiblesse persistante du secondaire, la question de difficultés structurelles du secteur se pose. A l'instar du reste de l'économie, il est concerné par le vieillissement de la population active. Au sein du secteur, on assiste également à un report vers des produits hautement spécialisés. Selon nous, cette évolution devrait en premier lieu réduire le volume, mais pas la création de valeur.

Inflation

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

Légère hausse de l'inflation globale en zone euro en juillet, passant de 2,5% à 2,6%. L'inflation sous-jacente reste inchangée à 2,9%. L'inflation de nombreux produits du panier de base a reculé, ce qui n'est pas le cas de l'habillement. En Italie, les prix de cet élément ont moins baissé qu'habituellement en juillet.

Allemagne

Touchée, mais pas coulée

Croissance du PIB

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

Indubitablement, l'industrie allemande est en proie à divers défis. Pendant la pandémie, la production a été limitée par les difficultés logistiques et la pénurie de personnel ; aujourd'hui, la faible demande joue un rôle bien plus incapacitant. Les entreprises jugent notamment les carnets de commandes à l'export insuffisamment remplis. Les inconvénients liés à la localisation comme le coût du travail et les impôts professionnels existent depuis longtemps. Toujours nettement supérieurs à ceux proposés aux Etats-Unis, les prix de l'énergie compliquent la concurrence depuis 2021. Bientôt, un vieillissement de la population active plus rapide qu'ailleurs déploiera pleinement ses effets. Selon nous, trois raisons étayent notre prévision de stabilisation de la production industrielle d'ordre cyclique. Primo, la production des secteurs gourmands en énergie repart à la hausse. Secundo, les permis de construire semblent rebondir et le secteur de la construction devrait être le premier à profiter de la baisse des taux. Tertio, la normalisation des stocks reste à l'origine d'une partie de la faible production. Toutefois, elle devrait bientôt prendre fin. Sur plan structurel, nous considérons comme trop pessimistes les mises en garde liées à la désindustrialisation. Certes, l'emploi manufacturier continue de reculer et le volume produit diminue depuis 2017, mais la création de valeur brute reste étonnamment constante. Ainsi, la quantité de biens produite est moindre, mais ceux-ci sont de meilleure qualité, comme en témoigne la progression de l'emploi dans les secteurs correspondants.

Inflation

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

Comme prévu, l'inflation a légèrement progressé en juillet, passant de 2,2% à 2,3%. Nous estimons toutefois qu'en août, arrondie vers le bas, elle coïncidera avec l'objectif de 2% de la banque centrale. L'inflation côté services demeure en revanche tenace. L'inflation sous-jacente ne devrait donc pas revenir à 2% avant 2025.

France

Des records à perte de vue

Croissance du PIB

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

L'espace d'une olympiade, la France a vécu un conte de fée. Les Jeux olympiques ont été une parfaite mise en scène de la créativité française. Même l'eau de la Seine était suffisamment propre pour que les athlètes s'y défient. Les analystes économiques et politiques en revanche évoluent dans des eaux bien plus troubles, en quête d'orientation. On ignore toujours quel camp représentera le ou la future locataire de Matignon que doit désigner Emmanuel Macron. Sans surprise, l'indice de l'incertitude économique en France mesuré par un groupe de recherche américain a fortement augmenté en juillet. La grand-messe sportive donne une lecture déformée des indicateurs économiques classiques. Le PMI de l'industrie a chuté en août, également en raison de forte baisse des commandes domestiques. Le même mois, le même indicateur, mais pour les services, a atteint son plus haut depuis mai 2022. Conséquence, la différence entre les deux secteurs n'a jamais été aussi marquée. De nouveaux records ont été battus dans les stades, mais aussi du côté des données conjoncturelles. L'Insee estime à 0,3% l'effet net des Jeux olympiques d'été sur la croissance du PIB lors du trimestre en cours. La croissance économique devrait également connaître des effets bénéfiques ces prochains trimestres, en provenance de la construction et de la consommation des ménages. La baisse des coûts de financement et la hausse des salaires réels sont à l'origine de cette tendance.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,1% | 2024 : 2,3% |
| 2025 : 1,4% | 2025 : 1,8% |

Les prévisions d'inflation des investisseurs (voir page 1) et des consommateurs sont à nouveau bien ancrées. D'après une enquête de la BCE, les ménages français anticipent un renchérissement moyen de 2,0% ces trois prochaines années. A court terme, il sera inférieur : nous prévoyons pour août une baisse sous les 2%, une première depuis trois ans.

Italie

Exportations record aux US

Impossible pour l'Italie d'échapper aux affres que subit l'industrie européenne. En termes nominaux, les exportations à long terme vers les principaux partenaires (Allemagne et France) reculent depuis début 2023. Heureusement, l'envol des exportations vers les Etats-Unis en a amorti une partie. En 2011, elles s'établissaient à près de 23 milliards d'euros, presque autant que vers la Suisse. Depuis, ces dernières n'ont que peu augmenté, alors que vers les Etats-Unis, elles ont triplé pour atteindre 68 milliards d'euros. Le podium des débouchés est donc composé de l'Allemagne, des Etats-Unis et de la France. Machines et produits pharmaceutiques en sont les principaux facteurs. Faible dépendance vis-à-vis de la Chine et orientation croissante vers le marché américain sont fondamentalement positives. Toutefois, avec le ralentissement cyclique attendu outre-Atlantique ces prochains mois, cela pourrait peser sur la performance de l'industrie italienne et accroître l'exposition de son économie aux potentiels droits de douane si Donald Trump revenait au pouvoir.

Espagne

Crise de l'huile d'olive

Actuellement, l'Espagne affiche un des taux d'inflation les plus élevés de la zone euro. Toutefois, l'inflation globale est de 2,8% en juillet, nettement inférieure à la valeur de juin (3,4%). Les prix alimentaires ont particulièrement marqué la dynamique des derniers mois, et un ingrédient se distingue : l'huile d'olive. Le poids de l'or vert dans l'indice espagnol des prix à la consommation est supérieur à la moyenne européenne, d'où la plus lourde répercussion de la hausse de prix. En mars, les prix de l'huile d'olive ont atteint leur sommet avec une hausse de 70% par rapport à l'année précédente, imputable à des prévisions de récoltes médiocres. Depuis le début de l'année, le gouvernement a fortement réduit la TVA sur ce produit de base pour contrer l'envolée des prix. Des précipitations satisfaisantes en mars et en avril ont quelque peu détendu la situation et fait baisser les prix depuis mai. En juillet, l'inflation de l'huile d'olive était encore de 38,3% par rapport à l'année précédente. Le prix de cet ingrédient essentiel devrait rester volatil jusqu'à ce que le volume de récolte soit connu à l'automne.

Suisse

Recul de l'inflation

Croissance du PIB

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

Les données quant à la conjoncture économique suisse restent difficiles à interpréter. Désormais, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publie une première estimation de croissance du PIB 45 jours après la fin du trimestre. Au 2^e trimestre, cette valeur s'est avérée plus solide que ce que laissaient augurer les données. De plus, le PIB flash indique une accélération de la dynamique économique par rapport au 1^{er} trimestre 2024. Ces données ont cela d'étonnant que l'industrie a fortement contribué à une croissance supérieure à la moyenne. Les enquêtes auprès des entreprises du secteur brossent toujours un tableau moins réjouissant. Le PMI industriel en particulier recule sans cesse depuis janvier 2023, et demeure inférieur au seuil des 50 points qui marquerait une hausse par rapport au mois précédent.

La normalisation de la politique monétaire en Europe et aux Etats-Unis devrait favoriser les affaires des exportateurs au cours des prochains trimestres. La détente de la crise du pouvoir d'achat devrait également avoir des effets positifs. Selon les récentes enquêtes en Suisse et ailleurs en Europe, les ménages estiment que le moment est de plus en plus favorable pour procéder à des achats importants.

Inflation

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

Notre prévision d'inflation pour l'année qui vient est nettement inférieure à celle du consensus. Un constat qui tient pour partie à une hypothèse de croissance du PIB plus prudente. La pression sur les prix va refluer en 2025, car les loyers existants ne seront pas relevés et les prix de l'électricité vont baisser un peu partout. La nette appréciation du franc suisse ces dernières semaines se traduit en outre rapidement par une baisse des prix à l'importation.

Royaume-Uni

Mieux que prévu

Croissance du PIB

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

L'économie britannique continue d'afficher sa vaillance. Après la bonne surprise du premier trimestre, les chiffres du PIB dépassent également les attentes au deuxième (+0,6% d'un trimestre à l'autre). En revanche, dans le détail, la situation est moins encourageante. La dépense publique a été le principal relais de croissance côté demande, alors que les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises sont restés en retrait des attentes. Nous percevons toutefois des signaux positifs pour la consommation privée : les revenus réels continuent d'augmenter et le moral de s'améliorer. De plus, les ventes au détail ont rebondi après un net recul en juin. La confiance fait également un retour remarqué dans l'industrie et les services. Les PMI avancés d'août livrent toujours de solides perspectives pour le secteur privé, grâce notamment au fort décollage des nouvelles commandes. Les solides conditions de la demande contribuent à une plus forte hausse des embauches, ce qui se traduit également dans les chiffres du chômage. En juin, il a surpris en passant de 4,4% à 4,2%. Toutefois, ici aussi, la dynamique à l'œuvre est moins reluisante. La majorité de cette croissance de l'emploi concerne des postes à temps partiel ou à durée déterminée.

Inflation

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

L'inflation globale a moins augmenté que prévu en juillet, à 2,2%. La hausse du taux annuel par rapport à juin était attendue en raison de la disparition des effets de base des prix de l'énergie. Pour une fois, l'inflation des services a été encourageante, avec une hausse moins forte que prévu. Mais depuis des mois, elle est tenace.

Chine

Un soutien toujours limité

Croissance du PIB

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

Après un 2^e trimestre à la croissance inférieure aux attentes, les premiers indicateurs du troisième ne laissent pas entrevoir d'amélioration. Le marché immobilier en particulier recule depuis un moment par rapport à l'an dernier, que ce soit du point de vue des ventes, des prix ou de l'investissement. Le gouvernement renonce toutefois à un soutien plus important qui relancerait l'économie. Pourquoi ? Car Pékin entend abandonner les anciens relais de croissance et cherche à ralentir davantage l'activité de l'investissement tout en orientant les ressources vers la production de nouvelles technologies énergétiques et de pointe. De plus, la tendance baissière du marché immobilier est probablement conforme aux plans de Pékin. Les ventes restent certes à un très faible niveau, mais n'ont baissé qu'à la marge cette année. Mais la prudence est de mise. Primo, les perspectives de revenus sont incertaines, car la situation sur le front de l'emploi est morose. L'environnement n'est pas propice à l'investissement dans un logement. Secundo, le repli des prix est modéré si on le compare à l'effondrement de la demande. Les prix des nouvelles constructions n'ont baissé que de 8% environ, alors que les ventes de maisons ont reculé de plus de 50% par rapport à la mi 2021. L'anticipation de nouvelles baisses de prix incitera les acheteurs à attendre.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,4% | 2024 : 0,5% |
| 2025 : 1,8% | 2025 : 1,3% |

L'inflation globale a atteint 0,5% en juillet, contre 0,2% en juin. Le principal moteur de cette hausse est l'augmentation du prix de la viande de porc, qui a permis d'empêcher un retour en territoire déflationniste cette année. Toutefois, la faible inflation sous-jacente de 0,4% (0,6% en juin) révèle une demande toujours à la peine.

Septembre 2024

Taux d'intérêt et obligations

Ecarts serrés et bonnes données de crédit

Rendements obligataires et écarts investment grade

| | Rendement des obligations d'Etat à 10 ans | | | Ecart de crédit investment grade | | |
|-----------|---|------------|---------------|----------------------------------|------------|---------------|
| | Actuel | Août 2024* | Year-to-date* | Actuel | Août 2024* | Year-to-date* |
| US | 3,8% | -18 pb | -3 pb | 94 pb | 1 pb | -5 pb |
| Zone euro | 2,3% | -1 pb | 27 pb | 116 pb | 6 pb | -22 pb |
| UK | 4,0% | 4 pb | 48 pb | 120 pb | 6 pb | -19 pb |
| CH | 0,5% | 4 pb | -20 pb | 76 pb | 4 pb | -7 pb |

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

* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Les craintes de récession ont connu un pic début août, mais se sont vite apaisées. Par conséquent, les marchés excluent une demie baisse de taux depuis.
- Toutefois, la croissance américaine devrait ralentir, et nous pensons que la Fed réduira ses taux trois fois cette année.

Zone euro

- La croissance reste atone et les indicateurs avancés continuent de faire état d'une baisse de l'inflation.
- Comme la Fed pourrait baisser ses taux à chacune de ses réunions en 2024, la BCE devrait lui emboîter le pas.

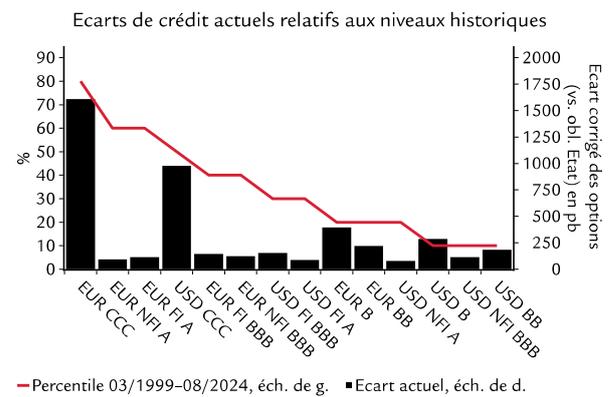
Royaume-Uni

- En août, l'économie a livré de bonnes surprises, comme l'ancrage un peu plus ferme en territoire positif du PMI de l'industrie manufacturière comme de celui des services.
- La Banque d'Angleterre devrait réduire son taux encore une fois cette année.

Suisse

- En juillet, le PMI manufacturier a une fois de plus reculé plus que prévu. Notre prévision de PIB et d'inflation pour 2025 demeure inférieure à celle du consensus.
- Nous jugeons la politique monétaire de la BNS comme neutre. Partant, et à l'inverse des marchés, nous n'attendons pas de baisse de taux supplémentaire.

Grande diversité côté crédit



Sources : Macrobond, ICE, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : août 2024

D'après une enquête de Bloomberg, les analystes évaluent la probabilité d'une récession en 2025 comme faible (30%) aux Etats-Unis comme en Europe. Les indicateurs de crédit des sociétés notées high yield (HY) pour la couverture de taux ou le levier d'endettement p. ex., restent solides. De plus, les défauts sur dette ont reculé des deux côtés de l'Atlantique depuis le pic d'il y a quelques mois. Ainsi, les écarts de crédit affichent un bas niveau du point de vue historique. Le graphique ci-dessus indique le percentile où évoluent les niveaux d'écarts actuels en comparaison historique (période de mars 1999 à août 2024). Voici ce que nous observons. Primo, près de 70% des écarts de crédit évoluent à un faible niveau (percentiles <50%) et sont donc fortement valorisés. Secundo, en termes relatifs, les segments CCC et A sont les plus avantageux, toujours selon les percentiles historiques. Tertio, les écarts en EUR semblent plus intéressants qu'en USD, quel que soit le segment. Quarto, les segments BB, B et BBB des valeurs non financières en USD affichent la plus forte valorisation. La perspective d'un ralentissement de l'économie américaine et le risque de récession non négligeable font préférer à beaucoup d'investisseurs la meilleure qualité de crédit noté BB dans la catégorie HY, mais aussi le BBB à fort rendement en Investment Grade (IG). Nous sommes neutres sur les écarts HY et IG pour septembre ; idem pour les rendements obligataires américains, suisses et de l'UEM.

Actions

Un grand huit qui se finit bien

Aperçu de la performance des marchés des actions

| | Août 2024* | Year-to-date* |
|-------------------|------------|---------------|
| Etats-Unis | 1,8% | 18,1% |
| Zone euro | 0,3% | 9,1% |
| Royaume-Uni | 0,2% | 10,8% |
| Suisse | 0,3% | 11,9% |
| Marchés émergents | 2,0% | 10,0% |

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.
* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le mois a débuté par une correction brève, mais sévère. Les premiers jours, le marché a cédé plus de 5%, et même 20% au Japon. Depuis, la place américaine a rebondi et s'inscrit en hausse pour le mois.
- Des chiffres du marché du travail moins bons que prévu ont déclenché la correction. Puis, le marché a commencé à rebondir grâce à de meilleures données économiques et à la perspective plus probable de baisses de taux. Toutefois, les dernières données n'ont pas répondu aux attentes.
- Une fois de plus, les résultats trimestriels ont été très bons. Le rebond des styles à la traîne a cessé en août.
- Le marché américain reste cher et sa valorisation bien supérieure à celle des autres.

Zone euro

- Le recul initial des marchés européen et américain a été similaire, mais le rebond dans l'UEM moins solide.
- Forte incertitude politique et faiblesse économique (notamment en Allemagne) sont deux causes clés.
- La valorisation du marché reste neutre.

Royaume-Uni

- En août, le marché britannique a connu une performance similaire à celle de l'américain.
- Il profite toujours d'une faible valorisation, bien que l'effet du nouvel exécutif sur les marchés des actions reste inconnu.

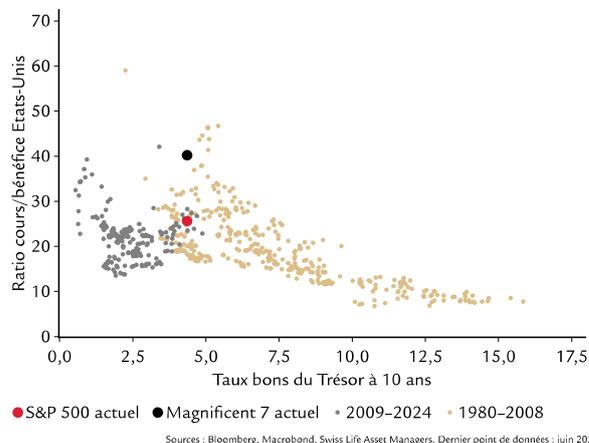
Suisse

- Le marché suisse a également suivi de près son homologue américain en août et reste le deuxième plus cher.

Marchés émergents

- Marchés émergents et développés ont fait jeu égal côté performance – ce qui vaut aussi pour l'année en cours, contrairement aux précédentes.

Valorisation des marchés des actions et taux d'intérêt



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

La relation entre valorisation des marchés des actions et taux d'intérêt était négative jusqu'à la mutation structurelle de la politique monétaire suivant la grande crise financière de 2008. Depuis, les banques centrales ont pris le virage de l'assouplissement quantitatif et d'une politique de taux zéro, ouvrant une ère inédite. Elle a pris fin il y a environ deux ans. En 2022 et en 2023, les grandes banques centrales ont relevé leurs taux. Le graphique ci-dessus illustre l'évolution de la relation entre la valorisation du marché des actions (ratio cours/bénéfice) et les taux d'intérêt (rendements des bons du Trésor à 10 ans) depuis. Entre 2008 et 2024, la relation inversée entre ces deux éléments s'est éteinte. D'un point de vue économique, c'est déroutant. En général, des taux plus élevés améliorent l'attrait des obligations et liquidités. Le « rendement » des actions (bénéfices divisés par cours) devrait donc croître pour préserver l'attractivité. Un « rendement » plus élevé induit un ratio cours/bénéfice plus bas, reflétant la relation négative observée avant 2008 (points jaunes). Etonnamment, après deux ans de hausse des taux, cette relation ne s'est pas normalisée. En réalité, le ratio cours/bénéfice du marché des actions a augmenté de 15% depuis mars 2022. Historiquement et relativement aux taux, les valorisations actuelles qu'indiquent le point noir (Magnificent 7) et le rouge (S&P 500) sont élevées. Selon nous, les taux des obligations à 10 ans vont rester au niveau actuel aux Etats-Unis, élevé, induisant dès lors un risque majeur d'ajustement de la valorisation.

Devises

Insolation pour l'USD

Aperçu des principales devises

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

* Variation au 28 août. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- La faiblesse de l'USD s'est poursuivie en août. En termes mensuels, il cède 3,4% sur une base pondérée des échanges. Toutes les grandes devises ont pu s'apprécier face au billet vert, la SEK, le NZD et l'AUD en tête.
- L'USD devrait retrouver de la vigueur en septembre, car nous estimons que la perspective de croissance américaine qu'anticipent les marchés est trop négative (voir texte ci-contre).

Zone euro

- L'EUR a progressé un peu plus face à l'USD en août, tout en s'appréciant également sur une base pondérée des échanges. Cette hausse nous paraît excessive, car elle n'est pas représentative des fondamentaux.
- L'EUR devrait baisser face à l'USD en septembre et la divergence économique revenir sur le devant de la scène.

Royaume-Uni

- La GBP a vite repris ses pertes de début août, la paire GBP/USD dépassant 1,32, sur fond de meilleure appétence au risque.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD à un mois.

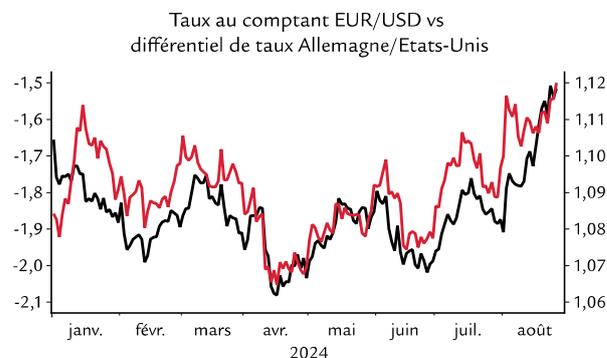
Suisse

- Début août, la paire EUR/CHF a flirté avec la marque de 0,92, les craintes de récession américaine favorisant les valeurs refuges.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF à un mois.

Japon

- Suite du rebond du JPY en août, coïncidant avec un pic de volatilité toutes classes d'actifs confondues.
- 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 en congé



— Différentiel de rendement à 2 ans : Allemagne moins Etats-Unis, éch. de g.
— Taux au comptant EUR/USD, éch. de d.

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.08.2024

Contrairement à nos prévisions, la faiblesse de l'USD s'est poursuivie en août. Les chiffres de juillet du marché du travail américain, plus faibles que prévu, ont secoué les marchés financiers début août et induit une réévaluation des prévisions de politique monétaire. La baisse des rendements obligataires américains à court terme qui en a résulté, associée au retour d'investisseurs friands de risque, a pesé sur l'USD. La paire EUR/USD a atteint 1,12 en cours de mois. Nous pensons que cette faiblesse du billet vert est temporaire et qu'il devrait reprendre des couleurs en septembre, pour plusieurs raisons. Les prévisions de politique monétaire de la Fed de la part du marché pour cette année sont actuellement plus agressives que les nôtres. Les marchés anticipent désormais quatre baisses de 25 pb chacune d'ici fin 2024. Nous en prévoyons trois pour notre part. Le taux des fonds fédéraux serait ainsi à 4,50/4,75% d'ici décembre. De plus, nous jugeons trop pessimiste le scénario économique américain qu'anticipe le marché des changes, notamment vis-à-vis de l'EUR, car la croissance du PIB de l'UEM reste plus faible qu'aux Etats-Unis. Notre scénario de référence les concernant postule un ralentissement, mais pas de récession en règle. Si les données confirment notre scénario, les prévisions de politique monétaire devraient converger vers celui-ci, ce qui porterait le billet vert, et lui conférerait donc un différentiel de taux plus élevé. Même avec l'évaluation actuelle, le carry et les taux réels élevés sont bénéfiques à l'USD, surtout face à l'EUR. Les risques quant à notre prévision pour l'USD résident dans une dégradation plus rapide de la croissance, ce qui pousserait la Fed à lâcher davantage de lest.

Allocation d'actifs

Marché perturbé et reprise grâce à la Fed

Synthèse

- En août 2024, les marchés financiers ont connu de sérieux remous, débutant par une nette plongée des marchés des actions. Mise en échec de la stratégie de carry trade sur le yen et chiffres de l'emploi américains décevants ont constitué le principal déclencheur. L'appréciation inattendue du yen a contraint les investisseurs à ajuster rapidement leur position, amplifiant une pression à la vente déjà présente sur les marchés mondiaux.
- Dans ce contexte, les obligations d'Etat ont vu les rendements baisser, car la demande d'actifs refuges a augmenté. A l'inverse, creusement des écarts sur les marchés du crédit, notamment dans la dette d'entreprise, avec une flambée des inquiétudes quant à la conjoncture et la solvabilité des entreprises.
- A la mi-août, les marchés ont entamé leur rebond, portés par la communication rassurante de la Fed, qui a fait part de son intention de commencer à réduire les taux en septembre. Cette annonce a calmé les investisseurs et induit un rebond partiel sur les marchés des actions, ainsi qu'une stabilisation dans les autres classes d'actifs.

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

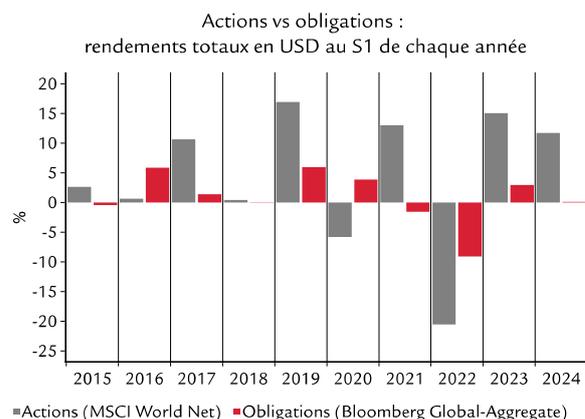
- Toutefois, les risques restent élevés à l'horizon. Perspectives économiques mondiales incertaines, risques géopolitiques et tendances d'inflation pourraient alimenter la volatilité. Le caractère durable du récent rebond laisse sceptique ; il pourrait être un simple répit plutôt qu'un revirement de long terme. La prudence et la diversification sont de mise pour les investisseurs.
- Si les rendements obligataires ont déjà baissé, leur niveau reste intéressant, surtout pour une protection supplémentaire. Au contraire, les écarts de crédit (en USD notamment) restent à de très faibles niveaux.
- Nous restons neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de celles d'Etat.

L'obligation, amortisseur de la correction des actions ?

Avec l'entrée des marchés dans une phase de volatilité accrue, révisons : les obligations peuvent-elles atténuer une correction des actions (à l'inverse de 2022) ? Dans une précédente édition des *Perspectives*, nous soulignons que les obligations de grande qualité peuvent seulement atténuer la baisse si les rendements obligataires ne sont pas à l'origine du problème, comme en 2022.

Le marché n'a plus les mêmes soucis. Il s'inquiète maintenant d'un ralentissement de l'économie américaine plus rapide que prévu, et que la Fed tarde trop à baisser les taux d'intérêt. Des données économiques indiquant une faiblesse pèseront sûrement sur les marchés des actions, mais profiteront aux bons du Trésor, les investisseurs étant en quête de sécurité. A l'inverse, des données meilleures que prévu pourraient faire monter les rendements obligataires et mettre sous pression actions et obligations. Mais par rapport aux années précédentes, il faut noter que les taux d'intérêt sont déjà élevés cette année, en termes nominaux comme ajustés de l'inflation. Si l'économie reste solide et que des taux encore plus élevés s'annoncent, nous prévoyons un impact limité sur les obligations, autrement dit une sous-performance modérée.

Dans notre scénario de référence d'un ralentissement américain progressif, les taux actuels élevés pourraient amener les obligations à surperformer les actions. Certes, ces titres n'offrent pas de couverture complète dans tous les scénarios, mais ce sont de précieux outils de diversification et d'atténuation pour les portefeuilles dans une stratégie de placement bien pensée. En conclusion, alors que la dynamique entre actions et obligations continue d'évoluer, ces dernières peuvent jouer un rôle clé dans la limitation de la volatilité de marché.



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