

Juillet 2021

## A retenir

- Etats-Unis : les composants du panier de biens sensibles à la pandémie tirent l'inflation vers le haut
- Zone euro : de nouveaux revers ne sont toujours pas exclus
- Suisse : le PIB retrouve déjà son niveau pré-crise

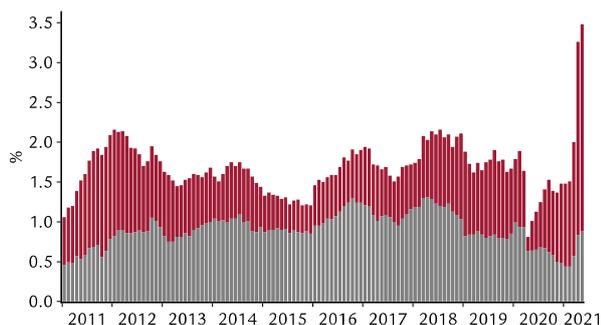
## Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 14 juin 2021

## Graphique du mois

Etats-Unis : contribution à l'inflation sous-jacente  
(source : San Francisco Fed)



■ Composants sensibles à la pandémie ■ Composants insensibles

MACROBOND

Le débat fait toujours rage pour savoir si l'inflation n'est que temporaire ou un signe avant-coureur d'un retour à monde que l'on pensait révolu. Le bureau californien de la Fed à San Francisco a calculé l'évolution des prix des biens et services selon leur sensibilité aux mesures de confinement. Il en ressort que la contribution des composants les moins affectés au taux d'inflation sous-jacente est globalement stable. Près des trois quarts du taux d'inflation actuel sont imputables aux composants sensibles à la pandémie. Un résultat qui dénote clairement que cette hausse de prix est de nature unique.

## Etats-Unis Twin peaks

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,7%
2022 : 3,3%	2022 : 4,1%

La fin du 2<sup>e</sup> trimestre marque un sommet à deux égards : primo, les pics de taux de croissance de l'économie américaine sont derrière nous, et secundo, le cycle d'inflation a dépassé son sommet. Le pic de croissance était sous-tendu par d'importantes phases de réouverture – certains États n'appliquent plus de restriction – et par de généreux transferts fiscaux aux ménages. Toutefois, ces facteurs reflueront au 3<sup>e</sup> trimestre. La vaccination est également en perte de vitesse. Son rythme outre-Atlantique est désormais nettement en deçà de l'eurozone ou de pays émergents majeurs comme la Chine ou l'Inde, bien que l'immunité collective soit encore nettement hors de portée. Le défi des autorités sanitaires sera d'aller chercher les 47% d'Américains non encore vaccinés, sans quoi plane la menace d'une nouvelle vague pandémique au second semestre. Malgré le ralentissement prévu et nos prévisions de croissance légèrement plus prudentes que le consensus, les Etats-Unis resteront la locomotive de la conjoncture mondiale ces six prochains mois. Sur le plan politique, l'attention se tournera ces prochains mois vers le programme d'infrastructures, où toutes les options en termes de stratégie (bipartisan ou course en solitaire des Démocrates) comme d'étendue du plan sont sur la table.

### Inflation

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

En mai, l'inflation a derechef provoqué la surprise, s'accéléralant à 5,0%, un record depuis 2008. A nouveau, les véhicules d'occasion ainsi que les biens et services sensibles à la pandémie (voir page 1) en ont été les moteurs. Le cycle d'inflation devrait donc avoir atteint son sommet. Nous prévoyons dès juin un repli et dès août une stabilisation autour de 3,6% pour l'inflation globale et 2,9% pour l'inflation sous-jacente.

## Zone euro L'argent de l'UE coule à flots

### Croissance du PIB

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

Comme à l'été 2020, les mesures de restrictions sont levées en Europe, notamment pour sauver la saison touristique. Il s'agit ici de garder un œil sur la diffusion du variant delta et de le mettre en balance avec la progression vaccinale. Pour l'heure, une quatrième vague à l'automne est tout à fait envisageable, mais ses dégâts économiques à court terme devraient être moindres que lors de l'hiver 2020/2021. Dans les prochains jours, les vannes du plan de relance européen seront ouvertes pour les Etats membres, et ces liquidités devraient représenter, en moyenne, environ 0,6% du PIB de la zone euro en 2021 et 2022. L'efficacité d'instruments de politique budgétaire pour lutter contre la récession doit être jugée à l'aune de la rapidité de leur déploiement et de leur effet à long terme sur la croissance. Les programmes de chômage partiel, très répandus au printemps 2020, sont particulièrement rapides à mettre en place. Le plan de relance européen, en revanche, a eu en 2020 un effet psychologique positif, en contribuant à contenir la prime de risque sur les obligations émises par les Etats membres du Sud particulièrement touchés par la pandémie. Cet afflux de fonds libère désormais son effet procyclique, raffermissant la croissance, mais participant des risques d'inflation.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,8%
2022 : 1,3%	2022 : 1,4%

Actuellement, 14 des 19 pays membres de l'UEM affichent une inflation d'au moins 1,8 %, contre sept le mois dernier. Aucune surprise donc à ce que le risque d'inflation ait enflammé les débats des dernières semaines. Nous n'attribuons qu'une probabilité de 25% au scénario d'une inflation durablement plus élevée ces prochaines années. Dans notre scénario de référence jusqu'en 2024, nous pensons que le taux d'inflation de la zone euro va osciller autour de 1,5%.

## Allemagne

### Optimisme des prestataires

#### Croissance du PIB

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

Récemment, de plus en plus de signes indiquent que la confiance économique s'étend aux PME, et notamment aux prestataires de services. Selon l'institut ifo, nombreuses sont les branches parmi les dix plus confiantes pour les six prochains mois à avoir été particulièrement affectées par les mesures de restriction. Il s'agit notamment de l'hôtellerie-restauration, ainsi que tout le secteur du transport de personnes et les agences de voyages. Selon la même source, les intentions d'embauche des prestataires ont également largement augmenté. Une évolution à mettre au crédit de l'accélération de la vaccination et des taux d'incidence en chute rapide. Les étapes d'assouplissement vont donc se succéder à un rythme soutenu, favorisant la dynamique de l'économie nationale et le moral des ménages. Selon l'institut GfK, ce dernier a progressé en juin pour la deuxième fois de rang. Les perspectives d'emploi en nette amélioration et celles de hausse des salaires devraient donner gonfler le moral au second semestre. Dans ce contexte, les élections fédérales de septembre vont occuper le devant de la scène. Selon les derniers sondages, les partis traditionnellement conservateurs en matière de budget que sont la CDU, la CSU et le FDP pourraient avoir les faveurs des électeurs. Le choix des urnes en matière de fiscalité aura des conséquences sur la politique budgétaire au-delà des frontières de la première puissance européenne.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,5%
2022 : 1,3%	2022 : 1,7%

Le taux de variation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH) va passer de 2,1% actuellement à 3,4% en novembre, avant de repasser sous les 1,5% au 1<sup>er</sup> trimestre 2022. Même si les cris d'orfraie se multiplient concernant le risque d'inflation en Allemagne, c'est précisément dans ce pays que les causes temporaires de la hausse cette année sont criantes.

## France

### Question de prolongation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 5,5%
2022 : 3,1%	2022 : 3,9%

La France vit actuellement sa propre expérience de la prolongation. L'assouplissement hésitant des mesures de restriction a été suivi d'un cuisant revers sportif contre le petit voisin helvète, et sur le plan politique, le renouvellement du quinquennat d'Emmanuel Macron en 2022 est tout sauf certain. La résurgence des partis traditionnels aux élections régionales et départementales donne un coup d'envoi passionnant à la campagne pour l'Elysée. Le scepticisme vaccinal, comparativement élevé en France, peut expliquer l'essoufflement de la vaccination. Associé à la diffusion du variant delta, il peut constituer un risque pour la reprise qui s'est amorcée dans le secteur des services. Toutefois, le sentiment économique général est tout à fait positif à l'orée de la saison estivale. Les indicateurs du moral des entreprises signalent une forte reprise, dont profitent aussi de plus en plus de PME. Dans l'optique de l'élection présidentielle, la politique budgétaire continuera de soutenir la reprise économique au cours des prochains mois. Emmanuel Macron sera jugé sur son bilan face à la pandémie, mais aussi sur sa promesse de ramener le chômage à 7% de la population active. Malgré la récession de l'année 2020, cet objectif reste atteignable : à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2021, le taux de chômage était de 7,8%, contre 8,9% au 4<sup>e</sup> trimestre 2020.

#### Inflation

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

Récemment, le taux d'inflation s'établissait à 1,8%, et l'évolution ces prochains mois restera très volatile. En juillet, un fort effet de base entraînera un unique et net recul du taux de variation annuelle. Par contre, la levée des restrictions va entraîner une hausse des prix dans le tertiaire.

## Royaume-Uni

### Le « Freedom Day » attendra

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,1%	2021 : 6,6%
2022 : 4,3%	2022 : 5,3%

Le nombre de cas de Covid-19 a grimpé en flèche depuis la fin mai en raison du variant delta et se retrouve à son plus haut niveau depuis février. Le Premier ministre Boris Johnson a donc annoncé le report de quatre semaines, au 19 juillet, du « Freedom Day », jour où doivent être levées toutes les restrictions, pour donner plus de temps pour vacciner. Au départ, le Royaume-Uni avait donné la priorité au plus grand nombre de premières injections possible, mais il accuse désormais du retard sur les secondes doses, qui devraient nettement accroître la protection face au variant delta. Le report du « Freedom Day » n'impactera le chemin de croissance qu'à la marge. Le PMI du secteur tertiaire a certes ralenti en juin, mais demeure solidement ancré en territoire positif. Les chiffres mensuels d'activité se sont de plus améliorés plus que prévu, nous avons donc légèrement relevé notre pronostic de PIB pour 2021. En revanche et comme prévu, le Brexit demeure un frein à l'économie britannique. Selon l'enquête PMI, les commandes à l'exportation sont plus hésitantes qu'ailleurs en Europe, signe d'une incertitude durable sur les relations commerciales. La pierre d'achoppement demeure le protocole nord-irlandais, un conflit larvé qui freine actuellement les progrès dans d'autres domaines et pourrait, dans le pire des cas, entraîner des mesures de rétorsion réciproques comme des droits de douane.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,7%
2022 : 1,8%	2022 : 2,3%

Après quelques mois de calme, le Royaume-Uni est à son tour surpris par l'inflation. En mai, l'inflation globale est passée de 1,5% à 2,1%. La levée des restrictions a visiblement eu un effet plus fort qu'attendu sur les prix des biens et services concernés, comme la restauration. Nous avons ainsi relevé notre prévision d'inflation pour 2021, de 1,4% à 1,7%.

## Suisse

### Retour au niveau pré-crise

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,6%	2021 : 3,5%
2022 : 2,5%	2022 : 2,9%

A la fin du 2<sup>e</sup> trimestre 2021, le PIB de la Suisse devrait avoir retrouvé son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire, développé ad hoc par le SECO, est depuis fin mai systématiquement au-dessus de sa valeur antérieure au confinement du printemps 2020. Après un léger repli au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, où le PIB réel a cédé 0,5% en glissement trimestriel, la dynamique a repris de la vigueur grâce aux assouplissements rapidement mis en place. Notre estimation du recul du PIB en début d'année était très proche de la valeur officielle et n'a pas appelé de révision des prévisions pour l'ensemble de l'année. Ailleurs cependant, le besoin d'ajustement semblait plus important, comme en témoigne le relèvement de la prévision du consensus pour 2021, passée de 3,3% à 3,5% désormais. Nous sommes toutefois aujourd'hui plus confiants dans le fait que les stimuli procycliques des politiques monétaires et budgétaires des économies occidentales auront un effet positif plus durable sur l'économie d'exportation suisse. La nette accélération de la vaccination nous conduit également à relever notre prévision de croissance du PIB de l'an prochain. Même en cas de quatrième vague, les pertes économiques devraient être encore plus limitées que lors des mois d'octobre 2020 à mars 2021.

#### Inflation

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

Les représentants de la Banque nationale suisse (BNS) ont récemment clairement fait savoir que la hausse des taux d'inflation n'entraînerait pas d'évolution de la politique monétaire. L'inflation suisse devrait certainement évoluer dans la fourchette de 0% à 2% au cours des prochaines années. La BNS atteindra ainsi, après quatre phases déflationnistes depuis 2008, son objectif de stabilité des prix.

## Japon

### Médiocrité persistante

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,6%
2022 : 2,0%	2022 : 2,8%

L'économie japonaise semble encore engluée dans une forme de médiocrité. La lenteur de la vaccination, le yo-yo du nombre de cas de Covid-19, un gouvernement modérément populaire et hésitant face à la pandémie sont autant de facteurs expliquant que la reprise économique en 2021 au Japon est la plus faible de tout le monde industrialisé. Concédonsons-le, l'effondrement pendant la pandémie ne mérite pas vraiment ce qualificatif, mais globalement, les derniers chiffres de la conjoncture, des ventes au détail à la production industrielle en passant par le taux de chômage, ont tous été décevants. De plus, la confiance est loin de régner parmi les entreprises. Tandis que les PMI de l'industrie des principaux pays industrialisés tutoyaient des sommets historiques en juin, au Japon, cet indicateur se maintient tout juste en territoire positif après un net recul. La problématique actuelle semble être la demande intérieure, alors que la situation en matière de commandes à l'exportation continue de s'améliorer. La dynamique devrait toutefois rosir au second semestre : la reprise mondiale se poursuit et entraînera avec elle l'économie d'exportation japonaise, tandis que des effets de rattrapage sont attendus côté consommation. Toutefois, notre prévision de croissance pour 2021, et surtout pour 2022, demeure prudente par rapport au consensus.

#### Inflation

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

Alors que la reprise conjoncturelle est médiocre, l'inflation japonaise réussit l'exploit de faire pire. Des problèmes structurels de longue date comme le faible pouvoir de fixation des prix des entreprises, la modération salariale et la mentalité déflationniste générale des agents économiques ont pour conséquence une inflation quasi nulle des prix à la consommation, malgré la hausse des prix des matières premières et à la production.

## Chine

### Peu d'effets décalés

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,2%	2021 : 8,7%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

La Chine applique une tolérance zéro face aux nouveaux foyers locaux de Covid-19. Récemment, certains sont apparus dans la région dynamique du delta de la Rivière des Perles, avec de vives réactions des autorités et des effets sur la production et l'expédition des biens exportés. A cet égard, la récente accélération de la vaccination est encourageante. La seconde puissance mondiale administre actuellement quelque 22 millions de doses par jour, soit 1,6% de sa population, un record mondial en termes absolus. Mais des inconnues demeurent : quelle sera l'efficacité du vaccin chinois contre le variant delta ? Les autorités adopteront-elles une stratégie de restriction moins radicale à mesure de l'immunisation de la population ? Un changement d'orientation serait assurément une bonne nouvelle pour la consommation intérieure, plutôt décevante récemment, notamment du fait de politiques monétaire et budgétaire timides. En parallèle, l'économie exportatrice profite de la forte demande mondiale de biens de consommation, bien que les prix plus élevés et un billet vert plus faible en glissement annuel gonflent quelque peu la croissance des exportations chinoises. Ironiquement, les mesures d'ouverture dans les pays industrialisés, qui devraient entraîner un report de la demande des biens de consommation vers les services au second semestre, sont un risque pour la reprise de l'économie chinoise, fortement exportatrice.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,3%	2021 : 1,5%
2022 : 2,3%	2022 : 2,3%

Les prix à la production ont continué leur hausse sur fond d'augmentation de prix des matières premières, à 9,0% en mai. Comme lors de la dernière hausse des prix à la production en 2016/2017, nous n'attendons que de faibles effets décalés sur l'inflation des prix à la consommation. En mai, elle est passée de 0,9% à 1,3%, notamment du fait d'un effet de base positif, et devrait franchir la barre des 2% fin 2021.

## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



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



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



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



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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Troisième trimestre 2021

## A retenir

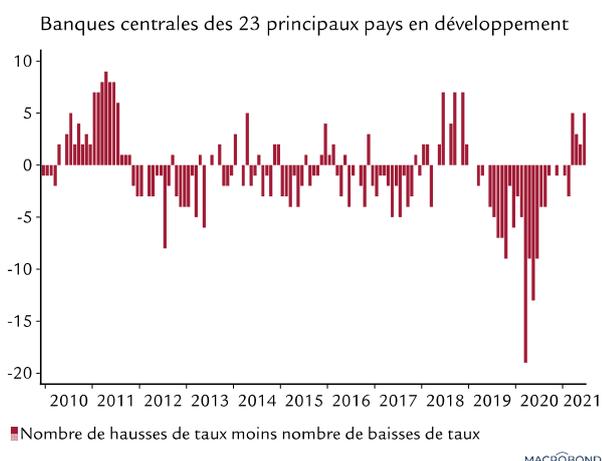
- L'offensive hivernale a alimenté de nombreux nouveaux foyers de Covid, malgré une vaccination plus rapide.
- La politique monétaire des pays émergents réagit aux surprises de l'inflation avec des taux plus élevés.
- En Chine, le report de la demande mondiale des biens vers les services constitue un risque.

## En un chiffre

22  
millions

Lors de la seule journée du 26 juin 2021, la Chine a administré 22,1 millions de doses, soit 1,5% de la population vaccinée en un jour. A ce rythme, on pourrait vacciner quotidiennement deux fois la population de Londres et de Paris. A titre de comparaison, à leur pic d'injection, les Etats-Unis, la Suisse et l'Allemagne vaccinaient chaque jour environ 1% de la population, contre 0,9% au Royaume-Uni et 0,8% en France. Mais le rebond épidémique en Chine, en Mongolie, aux Seychelles et à Bahreïn, autant de pays ayant opté pour le vaccin chinois, sème le doute sur l'efficacité de celui-ci.

## En un graphique



Là où les banques centrales des économies développées évitent d'évoquer les hausses de taux, leurs homologues des pays en développement sont nombreuses à avoir enclenché un cycle de resserrement depuis mars 2021. Ces quatre derniers mois, la banque centrale slovène a relevé ses taux de 3,7%, celle de Turquie de 2%, celle de l'Ukraine et celle du Brésil de 1,5%, alors que Moscou les augmentait de 1,25% et Mexico de 0,25%. De bonnes surprises en matière d'inflation en mai mettent d'autres institutions sous pression pour agir sur les taux. Ainsi, la banque centrale du Chili envisage un relèvement pour juillet.

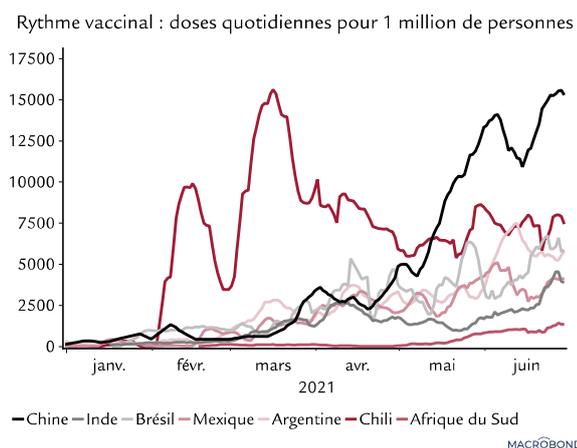
## La pandémie n'est pas finie

L'Asie est restée la locomotive de la reprise des pays émergents en début d'année. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, le PIB chinois était supérieur de 6,9% à sa marque du 4<sup>e</sup> trimestre 2019, et celui de Taïwan de 7,9%. L'apparition de nouveaux foyers de Covid-19 semble avoir fait remonter la vaccination au rang des priorités chinoises. Ainsi, la seconde puissance mondiale a nettement accéléré sur ce front (voir chiffre du mois). Dans son arsenal, la Chine compte principalement des vaccins à l'efficacité plutôt faible. Dès lors, l'immunité collective ne sera atteinte qu'avec un taux de vaccination plus élevé que dans les pays ayant misé sur les vaccins à ARN messager. En Inde également, la vaccination décolle après la déferlante pandémique d'avril et mai. Les pertes économiques devraient être moins importantes au 2<sup>e</sup> trimestre par rapport à l'effondrement de 2020. En Amérique latine, la reprise économique avance en ordre dispersé jusqu'ici. Le PIB mexicain est ainsi inférieur d'environ 4% à son niveau pré-crise, alors qu'au Brésil et en Colombie, il est juste en dessous, et le Chili a dépassé sa marque de 3%. Le début de l'hiver a sévèrement dégradé une situation sanitaire déjà précaire au Brésil, malgré une vaccination qui accélère. Le Chili, malgré une très forte progression vaccinale, a dû reconfiner sa capitale. La nouvelle vague en Afrique du Sud, où la vaccination avance timidement, illustre le fait que les pays émergents lutteront encore un moment contre la pandémie.

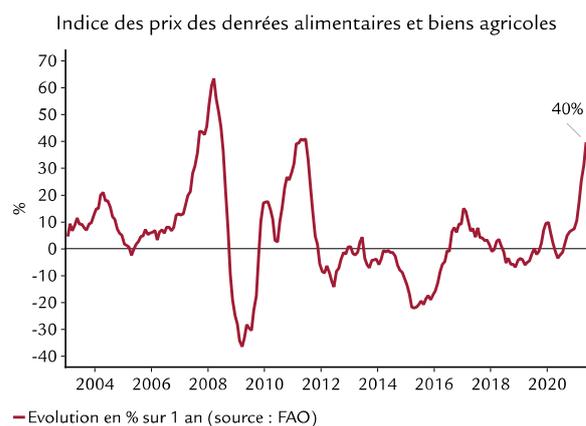
## L'inflation préoccupe aussi les pays émergents

Actuellement, les prix des biens agricoles, selon un indice de l'agence onusienne Organisation pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), augmentent de 40% en glissement annuel. Une piqûre de rappel ravivant les souvenirs du premier semestre 2011, où les prix des denrées alimentaires augmentaient dans des proportions similaires. Dans le même temps, des manifestations et soulèvements éclataient dans le monde arabe, avec pour probable déclencheur immédiat l'augmentation du coût de la vie. Mais, couplée à la lenteur de la réponse à la pandémie, l'augmentation du coût de la vie dans les pays les plus touchés risque d'accroître le mécontentement social. Au Brésil, les élections de l'année prochaine pourraient se transformer en règlement de comptes avec le président Jair Bolsonaro. Contrairement à la situation dans les économies avancées, les denrées alimentaires de nombreux pays émergents ont un poids important dans le panier de l'indice des prix à la consommation. Pour de nombreux consommateurs de ces pays, les prix plus élevés des denrées alimentaires ont donc l'effet d'un impôt : le revenu disponible pour les dépenses consacrées à d'autres biens et services diminue et la capacité des fournisseurs à augmenter les prix reste limitée. La couverture, moins généreuse, des salariés par les allocations chômage vient affaiblir un peu plus la demande intérieure des pays émergents cette année. Contrairement à la période post-crise financière, les pays émergents ne jouent plus le rôle de locomotive de la croissance mondiale. Ils devraient donc plutôt exercer une influence modératrice sur les risques inflationnistes mondiaux.

Graphique 1 : Une vaccination en ordre dispersé



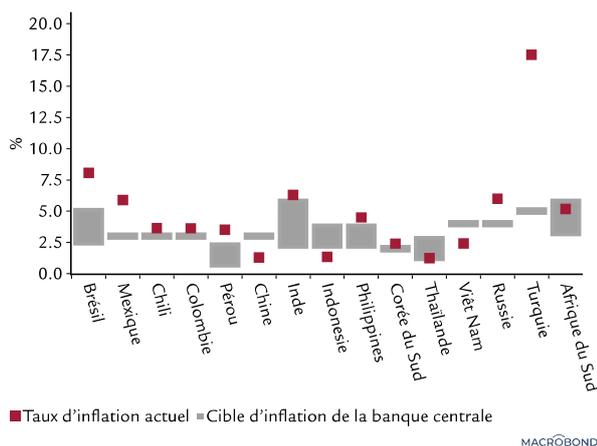
Graphique 2 : Forte hausse des prix des denrées alimentaires



## Une politique monétaire plus rigide ?

Une lecture des récentes valeurs indique toutefois qu'une inflation plus importante dans les pays émergents ne sera pas sans conséquence. Outre l'Argentine et son taux d'inflation notoirement élevé, la Turquie (16,6%), le Brésil (8,1%) et l'Inde (6,3%) ne sont pas en reste. Dans les pays cités, l'inflation est donc supérieure à l'objectif fixé par la banque centrale respective. Même constat en Russie ou encore au Mexique, où l'inflation signalait 5,9% en mai, bien supérieure à la cible de 3% de la *Banco de Mexico*. Le PIB du Mexique étant toujours inférieur au niveau pré-crise, un resserrement de la politique monétaire aurait l'effet d'un frein procyclique sur l'économie nationale. Pas plus tard qu'en février, la banque centrale mexicaine a baissé son taux directeur pour soutenir l'économie. Partout, le débat sur l'inflation et la nécessité d'une action de politique monétaire ressemble à celui qui a cours dans les plus grands pays développés. De l'avis général, l'inflation est un phénomène largement temporaire. Néanmoins, les taux directeurs au Brésil et en Russie ont déjà été relevés à plusieurs reprises cette année, et un resserrement de la politique monétaire se profile au Chili également. Mais c'est sûrement la situation en Turquie qui a le plus marqué, où l'augmentation du taux directeur à 19% en mars a entraîné un changement à motivation politique au sommet de la banque centrale. La Chine envisage d'autres méthodes pour éviter une spirale inflationniste, les contrôles de prix sur les matières premières essentielles comme le minerai de fer, le cuivre, le charbon ou le maïs devraient donc se renforcer.

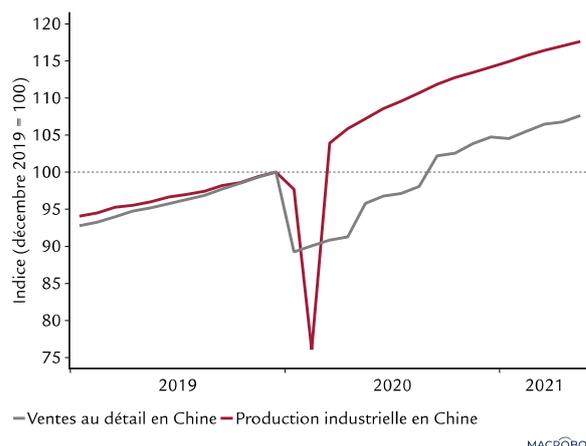
Graphique 3 : Le taux d'inflation dépasse souvent la cible de la banque centrale



## Chine: les exportations portent toujours la croissance

La Chine applique une tolérance zéro face aux nouveaux foyers locaux de Covid-19. Récemment, certains sont apparus dans la région dynamique du delta de la rivière des Perles, avec de vives réactions des autorités et des effets sur la production et l'expédition des biens exportés. A cet égard, la récente accélération de la vaccination (voir page 1) est encourageante. Mais des inconnues demeurent : quelle sera l'efficacité du vaccin chinois contre le variant delta ? Les autorités adopteront-elles une stratégie de restriction moins radicale à mesure de l'immunisation de la population ? Un changement d'orientation serait assurément une bonne nouvelle pour la consommation intérieure, plutôt décevante récemment, notamment du fait de politiques monétaire et fiscale timides. En parallèle, l'économie exportatrice profite de la forte demande mondiale de biens de consommation, bien que les prix plus élevés et un billet vert plus faible en glissement annuel gonflent quelque peu la croissance des exportations chinoises, le plus souvent exprimée en dollars. Ironiquement, les mesures d'ouverture dans les pays industrialisés, qui devraient entraîner un report de la demande des biens de consommation vers les services au second semestre, sont un risque pour la reprise chinoise, fortement exportatrice. Dans l'ensemble, notre prévision de croissance du PIB pour 2021 reste de 8,2%, plus prudente que celle du consensus à 8,7%.

Graphique 4 : La reprise de la consommation chinoise est à la traîne de la production industrielle



## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
@kunzi\_damian



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



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
@f\_boucard



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



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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Juillet 2021

## Taux d'intérêt et obligations

L'inflation décélère-t-elle assez vite ?

### Etats-Unis

- Les courbes des rendements américains se sont nettement aplaties, les T-Bonds à 30 ans cédant 20 pb en juin, chutant brièvement à 1,92%, alors que l'extrémité courte se relève suite à la réunion du FOMC.
- Les projections de taux directeurs de ce dernier (« dot plot ») ont surpris les marchés, la médiane suggérant deux hausses de 25 pb chacune d'ici 2023. Cette prévision plus offensive suit une série de surprises côté inflation, la globale atteignant même 5% en mai.

### Zone euro

- L'inflation étant plus modérée en Europe qu'aux Etats-Unis, les mouvements de taux ont été moins marqués. Alors que les courbes allemandes se sont légèrement aplaties en juin, le point à 10 ans est resté largement inchangé sur le mois.
- Nous voyons moins de pression sur la BCE à resserrer les conditions monétaires, et le programme de rachat d'emprunts devrait se poursuivre.

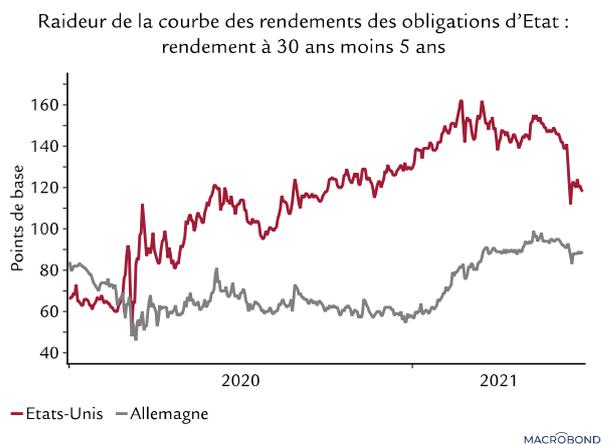
### Royaume-Uni

- La réouverture totale de l'économie britannique a été reportée suite au rebond pandémique, ce qui a sûrement contribué à aplatir les courbes des rendements outre-Manche. Alors que l'extrémité courte était bien ancrée, le rendement des obligations d'Etat à 10 ans a cédé 8 pb en juin.
- La Banque d'Angleterre devrait être parmi les premières banques centrales majeures à afficher un visage plus offensif.

### Suisse

- La courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est légèrement aplatie, cédant 5 pb à l'extrémité longue.
- Malgré la reprise relativement solide de l'économie suisse, la pression inflationniste reste faible, et l'inflation globale devrait rester sous 1% ces prochains mois. Actuellement, la BNS ne subit donc que peu de pression pour changer sa position.

### Les courbes s'aplatissent, surtout aux Etats-Unis



Dans quelle mesure l'inflation est-elle transitoire et jusqu'à quand les banques centrales attendront-elles avant de passer à l'action vu le dépassement des cibles ? Voilà les deux questions qui tourmentent le plus les investisseurs obligataires. L'inflation va s'avérer temporaire, avec le pic outre-Atlantique sûrement derrière nous, mais la politique monétaire actuelle est peut-être trop lâche vu le contexte. Les banques centrales pourraient donc préparer les marchés à un resserrement progressif des conditions financières ces prochains mois. La réunion de la Fed en juin et le relèvement des projections de taux directeurs en sont un premier signe. Pour l'heure, la Fed semble maîtriser la situation, les marchés obligataires anticipant une sortie globalement ordonnée de la politique ultra-expansionniste. L'extrémité courte s'est relevée et les prévisions d'inflation à plus long terme refluent, aplatissant la courbe. Les écarts de crédit ont à peine bougé, mais si l'inflation ne ralentit pas nettement ces prochains mois, la réaction pourrait être tout autre. Sans que nous envisagions une erreur de politique par la Fed entraînant la colère obligataire de 2013, les marchés pourraient commencer à anticiper un retrait plus rapide de leur perfusion. La publication prochaine des données d'inflation et de l'emploi aux Etats-Unis éclairera la situation. Nous gardons donc un accent de duration courte et une position neutre sur le risque de crédit.

## Actions

Les actions de l'UEM sur le retour ?

### Etats-Unis

- De la volatilité sur le marché américain des actions en juin, mais il conclut sur une note positive. Un changement d'humeur suite à l'annonce rassurante de la Fed du maintien de sa politique monétaire actuelle. L'afflux de données économiques positives a aussi soutenu la reprise du secteur informatique, surperformant l'ensemble du marché après une période de creux.
- Le marché américain recèle encore un potentiel de hausse. Le pic de la croissance étant peut-être passé, les rendements devraient être plus modérés et volatils à l'avenir.

### Zone euro

- Après une surperformance quasiment tout le semestre, les actions de l'UEM ont accusé du retard sur le marché mondial en juin. Une évolution intervenue principalement après la réunion de la Fed et signe probable d'un mouvement temporaire en faveur du marché américain.
- Mais les fondamentaux restent favorables à l'UEM : le pic de croissance économique est devant et la valorisation est nettement inférieure qu'aux Etats-Unis, alors que la dynamique des bénéfices des entreprises est similaire. La zone euro devrait donc surperformer le reste du monde.

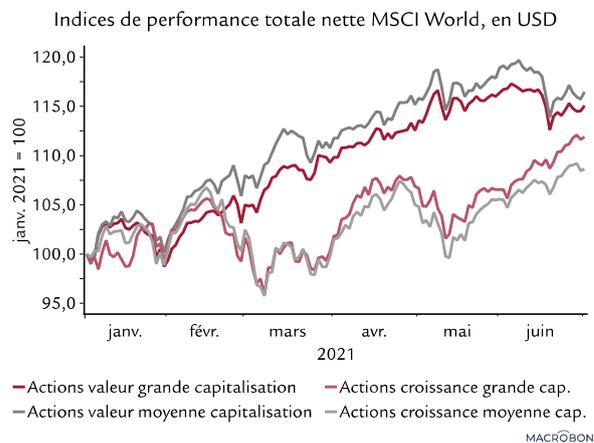
### Royaume-Uni

- Le marché britannique a été en retrait du marché mondial en juin. Après l'euphorie vaccinale, net changement suite au rebond des cas de Covid et aux signes d'un poids durable du Brexit sur l'économie, alors que la Banque d'Angleterre pourrait être une des premières institutions à changer son fusil d'épaule.
- Ces questions continueront d'animer un marché qui, malgré sa valorisation plutôt avantageuse, devrait au mieux être au niveau du reste du monde.

### Suisse

- Nouvelle solide performance du marché suisse des actions en juin, avec un titre de santé décisif dans la performance globale et de meilleures attentes de bénéfices des grandes capitalisations. La performance des petites et moyennes est similaire aux actions mondiales.
- Ces évolutions sont temporaires et un renversement en faveur des titres à moindre capitalisation devrait intervenir.

### La valorisation prime sur la taille au 1<sup>er</sup> semestre 2021



Les analystes des marchés des actions évoquent souvent que ceux-ci sont soumis à certains « facteurs ». Mais qu'est-ce qu'un « facteur », et pourquoi s'en soucier ? Au sens large, un facteur est une caractéristique commune à de nombreux titres et qui a un effet sur leur performance. Parmi les plus connus figure la capitalisation de marché (ou taille) : nombre de preuves empiriques révèlent que les petites entreprises (en capitalisation) se comportent différemment des grandes. La taille n'est qu'un facteur parmi une multitude, incluant par exemple la valorisation (« valeur » pour indiquer un titre avantageux et « croissance » pour un plus cher, mesuré p. ex. par le ratio cours/bénéfice) et « momentum ».

Faut-il se soucier des facteurs ? Oui, car ils peuvent avoir un effet décisif sur la performance et ce qui est considéré comme étant « à valeur ajoutée » par un gestionnaire de portefeuille d'actions s'explique souvent largement par un accent stratégique sur des titres aux facteurs communs. Dans le graphique ci-dessus, nous avons reporté la performance depuis début 2021 de quatre indices de facteurs mondiaux : World Large-Cap Value, World Large-Cap Growth, World Mid-Cap Value et World Mid-Cap Growth. En 2021, les titres « valeur » ont nettement surperformé les titres « croissance ». Traduction : il était jusqu'ici plus important de se concentrer sur les titres au ratio cours/bénéfice faible plutôt que d'arbitrer entre des actions ayant différents niveaux de capitalisation. Une situation typique des périodes de reprises après un choc majeur, comme celui de la pandémie en 2020. Toutefois, prévoir quand un facteur en particulier va surperformer reste ardu.

## Devises

Le carry règne

### Etats-Unis

- Conformément à notre estimation, l'USD s'est apprécié face à toutes les devises majeures en juin, l'inflation plus élevée que prévu, de solides données économiques et un ton plus offensif de la Fed faisant évoluer les attentes du marché quant à un resserrement de la politique monétaire.
- L'avantage du taux d'intérêt américain devrait demeurer voire se renforcer au prochain trimestre, au bénéfice de l'USD.

### Zone euro

- Hormis la forte dépréciation face au billet vert, la monnaie unique a vécu un mois de juin calme, les taux de change face aux autres pays développés en Europe (Suisse, Royaume-Uni, Suède, Norvège) restant stables.
- Contrairement à la Fed, la BCE devrait persister dans sa politique monétaire ultra-expansionniste. Clairement, la dynamique économique de la zone euro va s'accélérer au 3<sup>e</sup> trimestre, mais l'écart de production va rester bien plus large qu'outre-Atlantique, contenant les pressions inflationnistes. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD.

### Royaume-Uni

- Depuis mars, la paire GBP/EUR fluctue autour de 1,60, quasi inchangée en juin.
- Avec la rapidité de la vaccination et les réouvertures anticipées, la dynamique économique du Royaume-Uni a déjà passé son pic au 2<sup>e</sup> trimestre, alors que les risques politiques sont légion et pourraient multiplier les gros titres au 2<sup>e</sup> semestre. La GBP devrait donc se déprécier face à l'USD et évoluer latéralement face à l'EUR au prochain trimestre.

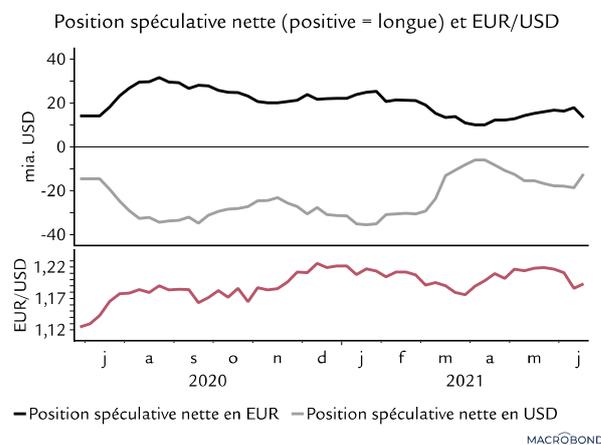
### Suisse

- Notre position neutre sur la paire EUR/CHF s'est avérée juste sur les deux derniers mois, et nous la réitérons pour le prochain trimestre.
- Selon nous, le différentiel de taux d'intérêt (carry) reste trop faible pour pousser davantage la paire, malgré l'appétence au risque des investisseurs.

### Japon

- En 2021, le JPY affiche la plus forte dépréciation parmi les devises des marchés développés.
- Une réalité qui va durer au prochain trimestre, l'environnement mondial favorable au risque goûtant très peu les devises à faible rendement comme le yen.

### Les spéculateurs pris de court par le rebond de l'USD en juin



Juin a succédé à deux mois apathiques, et s'est caractérisé par une forte appréciation de l'USD pondéré des échanges. Notre prévision d'un USD plus fort s'est imposée, à juste titre, à savoir une évolution des attentes en matière de politique monétaire. Dans sa réunion de juin, l'US Federal Open Market Committee (FOMC) a surpris les marchés en se montrant offensif : il a relevé la projection médiane du taux directeur pour 2023 de 50 pb. Un changement radical par rapport à mars, où le FOMC ne prévoyait aucun mouvement sur les deux prochaines années en moyenne. Même si ce mouvement offensif a ensuite été tempéré par les discours des membres du FOMC, les marchés des taux d'intérêt ont réagi à ces nouvelles prévisions et aux données économiques au beau fixe en anticipant des hausses de la Fed plus tôt que prévu. Le différentiel de rendement (carry) à deux ans entre les obligations d'Etat américaines et de la zone euro a augmenté, faisant céder près de 3% à la paire EUR/USD sur le mois. Autre explication à ce rebond du billet vert, le fait que les spéculateurs étaient liquidés quand le vent a tourné en faveur de l'USD (cf. graphique basé sur les données CFTC sur les positions des investisseurs non commerciaux sur les contrats à terme). Globalement, nous maintenons fermement nos prévisions clés pour le prochain trimestre. L'avantage de carry et l'écart de production se resserrant rapidement aux Etats-Unis continueront de porter le billet vert, alors que la paire EUR/CHF évoluera latéralement du fait d'un carry stable entre la Suisse et la zone euro.

## Swiss Life Asset Managers



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



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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Juillet 2021 – Third-Party Asset Management

## Allocation d'actifs

Etat des lieux à la mi-temps

### Résumé

- Après une longue phase de craintes croissantes d'inflation aux Etats-Unis, les marchés semblent désormais convenir du caractère temporaire des hausses récentes. Conséquence : net repli des rendements des T-Bonds et faible évolution de ceux des titres libellés dans d'autres devises.
- Les bons rendements des actions se poursuivent en juin, avec toutefois de la volatilité liée aux craintes d'un resserrement de la politique monétaire.
- Nous privilégions toujours les actions aux obligations, mais en restant défensifs.

### Taux d'intérêt et obligations

- Baisse surprise des rendements obligataires américains à la publication du rapport d'inflation de mai qui indiquait une inflation globale très élevée, plus qu'attendu, à 5%.
- La plupart des investisseurs ont conclu que cette hausse n'était que transitoire, une analyse reprise par la Fed. Dans d'autres devises, les rendements ont été bien plus calmes et devraient augmenter graduellement à court terme.
- Avec la baisse de juin, les écarts de crédit sont désormais inférieurs aux niveaux pré-pandémie. Nous maintenons notre exposition légèrement sous-pondérée et un accent en durée courte dans nos portefeuilles.

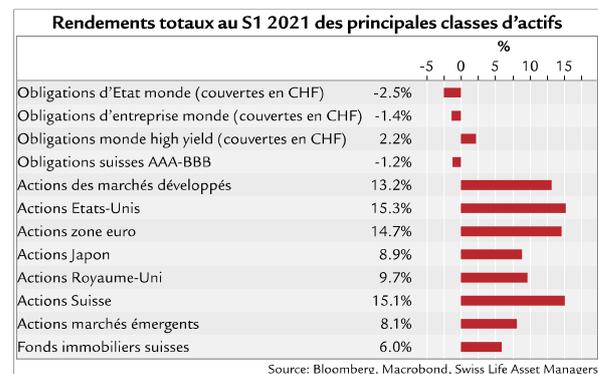
### Actions

- Juin a rimé avec volatilité pour les actions. Seul le ton apaisant de la Fed a permis de ramener le calme et de retrouver des rendements positifs.
- Malgré la nervosité croissante, les actions restent plus intéressantes que d'autres classes d'actifs liquides. La valorisation absolue élevée est toutefois une épée de Damoclès au-dessus des marchés.
- Nous demeurons prudemment optimistes pour les actions, du fait du manque d'alternatives et du soutien continu des politiques fiscales et monétaires.

### Etat des lieux à la mi-temps

Nous avons atteint le milieu de l'année, le moment est donc idéal pour évaluer les prévisions que nous faisons voilà six mois.

### Les actions surperforment largement les obligations



Globalement, évolutions du marché et attentes s'accordent : la reprise a porté les marchés des actions, alors que les obligations souveraines ont souffert sur fond de hausse des rendements pour la même raison. Les obligations d'entreprises se situaient quant à elles entre les deux, selon leur niveau de risque. L'amplitude des rendements des actions (la plupart des indices gagnant plus de 10%) et la très faible volatilité ont toutefois surpris.

### Implications pour notre portefeuille

Le léger repli des rendements obligataires en juin a pesé sur l'attractivité de ces titres, alors que les bons rendements des actions ont dynamisé la valorisation de celles-ci. Globalement, la situation relative entre ces deux classes d'actifs majeures demeure largement inchangée par rapport à mai. Nous maintenons donc notre légère surpondération en actions face aux obligations, en réservant des liquidités pour tirer profit d'opportunités à court terme.

## Swiss Life Asset Managers



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



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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)

#### **Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich**

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

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