

Novembre / décembre 2021

A retenir

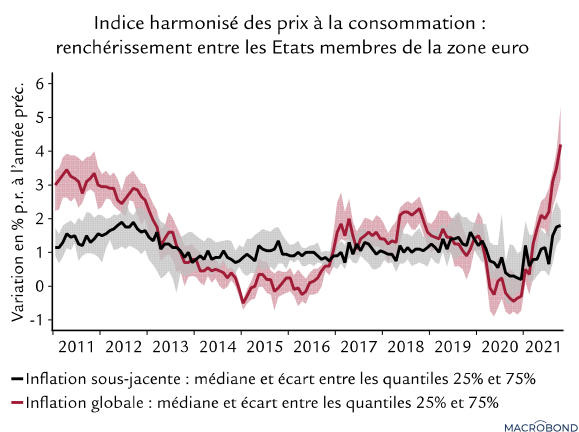
- Etats-Unis : le couple croissance/inflation bat de l'aile, mais sans stagflation
- Zone euro : forte croissance en France et en Italie, alors que l'Allemagne souffre des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie
- Inflation : l'énergie est le moteur en Europe, la pression salariale monte aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source: Consensus Economics Inc., Londres, 11 octobre 2021

Graphique du mois



Le choc des prix de l'énergie a eu un impact variable dans la zone euro. En octobre, l'inflation globale a atteint 1,4% à Malte, contre 8,2% en Lituanie, quand la moitié des Etats enregistraient des taux entre 3% et 5%. L'inflation sous-jacente, excluant l'énergie et l'alimentaire, augmente aussi, mais ne passe les 2% que dans certains pays parmi ceux ayant publié des données en octobre. Elle est de 2,8% en Allemagne, où l'effet des attaques médiatiques sur les gardiens de la monnaie est un modèle du genre. Mais des hausses de taux sont peu utiles face à une énergie plus chère, et l'inflation sous-jacente allemande retombera en janvier, avec la fin de certains effets de base.

Etats-Unis

Le retour de la stagflation ?

Croissance du PIB

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

Selon la première estimation du PIB pour le 3^e trimestre, l'économie américaine grignote seulement 2,0% (chiffre annualisé), soit un net ralentissement en glissement trimestriel, inférieur à nos attentes et à celles du consensus. Avec des taux d'inflation étonnamment élevés, les investisseurs craignent la stagflation, une situation difficile à contrer avec l'outil monétaire. La dernière fois que nous l'avons connue, c'était après le choc pétrolier de 1973. Ce risque est faible selon nous. Primo, contrairement aux années 1970, les Etats-Unis ne vivent pas de choc de prix de l'énergie, leur dépendance à l'importation a fortement chuté et le pays est exportateur net de gaz naturel. Le rapport entre les prix des exportations et celui des importations (« termes de l'échange ») s'est nettement amélioré en deux ans. Secundo, la forte inflation n'a pas érodé le pouvoir d'achat moyen. Les revenus réels sont supérieurs au niveau pré-crise, et les ménages ont accumulé une épargne considérable en 18 mois. La faiblesse au 3^e trimestre n'est pas due à la consommation privée, en forme, mais bien plus à la hausse des importations et à la faiblesse de l'investissement, immobilier notamment. Cette hausse des importations traduit bien la demande intérieure, et nous attendons dès le 4^e trimestre un retour à une croissance modérée.

Inflation

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

Tandis que les craintes de stagflation sont exagérées, celles de l'inflation sont tout à fait justifiées. La dynamique des prix a progressé en octobre, notamment dans le logement, poids lourd de l'indice. Les coûts salariaux des entreprises ont également nettement augmenté au 3^e trimestre. Le marché de l'emploi attend toujours que sa participation décolle ces prochains mois pour soulager un peu la pression salariale.

Zone euro

Une inflation record

Croissance du PIB

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

Nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB pour 2021 et 2022. Les chiffres disponibles pour le 3^e trimestre brossent un portrait global étonnamment positif du moral de l'économie de la zone euro. La France et l'Italie ont notamment signé une forte croissance, alors que l'Allemagne reste empêtrée dans les difficultés d'approvisionnement mondiales dans l'industrie. Toutefois, le PIB allemand des deux premiers trimestres a été révisé, aboutissant à un relèvement de la prévision pour l'ensemble de l'année. Les données disponibles pour le dernier trimestre 2021 pointent une dynamique conjoncturelle fléchissant légèrement, due aux difficultés citées plus haut. Néanmoins, les PMI de l'industrie et des services sont bien ancrés en territoire positif. L'Italie se distingue ici, car son PMI a même légèrement progressé en octobre. Dans la péninsule italienne surtout, mais aussi ailleurs, les politiques monétaire et fiscale ont un effet procyclique. Les mesures publiques de soutien à l'économie et au système financier ont donc eu l'effet escompté, visible notamment dans les chiffres du marché du travail. Le taux de chômage dans la zone euro est actuellement inférieur de plus de 1% à sa valeur de septembre 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,3%
2022 : 2,0%	2022 : 2,0%

La réaction concordante des politiques monétaire et fiscale face à la récession de 2020 est l'une des raisons de la forte hausse du taux d'inflation. Mais le bond de 4,1% s'explique toujours pour moitié par les prix de l'énergie. La transition énergétique a un prix. En 2022, le taux d'inflation va nettement baisser, en moyenne annuelle, il devrait être d'au moins 2%.

Allemagne

Hiver covid, saison 2

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,8%
2022 : 3,6%	2022 : 4,4%

Dernièrement, le nombre de cas de covid a accéléré plus qu'attendu en Allemagne, retrouvant le niveau de début novembre 2020. Les hospitalisations et les décès augmentent également, mais restent légèrement inférieurs aux chiffres d'il y a un an. Le taux de vaccination en Allemagne est aujourd'hui de 66%. Jusqu'à présent, le SPD a exclu toute nouvelle mesure de restriction et annoncé vouloir sortir de l'état d'urgence le 25 novembre. En lieu et place, une troisième dose est désormais recommandée pour les groupes plus âgés et à risque, mais elle est également proposée à d'autres groupes de population. Jusque-là, les consommateurs se montrent plutôt sereins, comme le révèlent leur moral et la stabilité de la mobilité. Volatiles, les ventes au détail ont toutefois à nouveau reculé en septembre. Le PMI du secteur des services a également reculé davantage que prévu en octobre. Malgré les difficultés d'approvisionnement, le PMI industriel a réussi à se maintenir à un niveau élevé. Ces difficultés devraient toutefois peser sur la conjoncture au 4^e trimestre, après avoir été en cause dans la décevante croissance de 1,8% au 3^e trimestre. Suite à un relèvement de prévisions pour le 1^{er} semestre, notre estimation de croissance pour 2021 a donc légèrement progressé.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,1%	2021 : 3,0%
2022 : 2,3%	2022 : 2,2%

L'inflation des prix à la consommation a encore livré une bonne surprise, atteignant 4,5%. La dernière fois que de tels taux ont été observés, la Bundesbank était à la barre. Mais plus de la moitié de la hausse est due aux prix de l'énergie. Nous relevons notre prévision d'inflation pour 2021 et 2022, mais attendons une normalisation de la dynamique des prix courant 2022. Nous estimons donc que la hausse actuelle restera un phénomène temporaire.

France

Retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,8%	2021 : 6,1%
2022 : 3,5%	2022 : 3,8%

Avec une croissance du PIB de 3,0% au 3^e trimestre par rapport au second, l'économie française a laissé derrière elle les autres poids lourds de l'UEM que sont l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, devenant le premier pays du groupe à retrouver son niveau de PIB pré-crise. Par rapport à son voisin allemand, l'Hexagone profite du moindre poids sectoriel de l'industrie. Le secondaire en France a également été aux prises aux difficultés d'approvisionnement, et même à une baisse des commandes. En revanche, le tertiaire est dynamique, et les secteurs lourdement affectés par la pandémie ont dépassé toutes les attentes. La création de valeur dans l'hôtellerie-restauration a gagné 43% au 3^e trimestre et affiche un écart de «seulement» 9% avec son niveau pré-crise. Le transport reprend également des couleurs, et a ramené cet écart à 4%. La relance budgétaire massive continue de porter la croissance. Dès le mois d'août 2021, le déficit de l'administration centrale a atteint le record de 2020 à 178 mia. d'euros. Comme dans de nombreux autres pays industrialisés, il y aura un tour de vis en 2022. L'administration centrale prévoit une baisse des dépenses de 3,5%, ce qui devrait sensiblement freiner la croissance vu la quote-part importante de l'Etat.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,6%	2021 : 1,7%
2022 : 1,8%	2022 : 1,6%

Le bond des prix du gaz, source d'inflation et poids sur la consommation des ménages dans de nombreux pays d'Europe, est un problème marginal en France. Le gaz ne pèse que 1,1% dans le panier de biens utilisé pour calculer l'inflation. A fortiori, les centrales à gaz ne représentent que 6% de la production d'électricité, et la France, exportatrice nette, n'a pas à en importer à des tarifs croissants. En 2021 et 2022, l'inflation devrait donc rester sous les 2% en moyenne annuelle.

Royaume-Uni

Gérer l'économie de pénurie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,9%	2021 : 6,9%
2022 : 4,2%	2022 : 5,1%

L'économie britannique semble faire face à une «économie de pénurie», en témoignent les rayons vides, les difficultés d'approvisionnement et de tristes unes sur les relations avec Bruxelles. Les chiffres mensuels du PIB disponibles jusque-là ne sont pas formidables, mais suffisamment solides pour nous faire relever notre prévision prudente pour 2021. Les ventes au détail restent le talon d'Achille, elles baissent de mois en mois depuis le pic atteint en avril 2021. La consommation des ménages s'est reportée sur les services, et en août, l'hôtellerie a étonnamment dépassé à nouveau le niveau pré-crise. L'activité signe un quasi-retour à la normale dans les loisirs et le divertissement. Même si le moral des ménages baisse, conséquence de la hausse des prix de l'énergie, les prestataires de services signent une tendance contraire à l'Europe continentale et ont vu l'activité s'accélérer en octobre. La reprise devrait toutefois s'essouffler en 2022 et notre prévision de PIB est plus prudente que celle du consensus. Les difficultés de l'offre sur le marché de l'emploi pourraient empêcher le Royaume-Uni de réaliser son plein potentiel de croissance, alors que côté demande, les futures hausses de taux de la Banque d'Angleterre devraient laisser des traces.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,3%	2021 : 2,3%
2022 : 3,0%	2022 : 3,3%

L'inflation a légèrement reculé en septembre (de 3,2% à 3,1%), mais devrait repartir à la hausse en octobre vu le bond de 12% du prix plafonné de l'électricité et du gaz. Cette intervention réglementaire maintient artificiellement les prix de l'énergie à un faible niveau lors des mois d'hiver (les prix de gros ont augmenté bien plus fortement). Le dispositif devrait être à nouveau relevé lors de la prochaine adaptation en avril 2022. En intégrant la hausse des salaires, l'inflation devrait être de 3% en moyenne annuelle en 2022.

Suisse

Un marché du travail flexible

Croissance du PIB

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

Une série d'indicateurs conjoncturels pointe vers un nouveau ralentissement de la dynamique au 4^e trimestre 2021. Néanmoins, on ne s'attend pas encore à ce que la quatrième vague entraîne une nouvelle baisse du PIB au cours de ce trimestre ou en début d'année prochaine. Les mesures de restriction, telles qu'à nouveau nécessaires au début de l'année 2021, semblent désormais hors de propos, même au vu de la nouvelle augmentation du nombre de cas. La demande des consommateurs est très solide, également portée par une reprise rapide du marché de l'emploi. Nous estimons désormais que le taux de chômage de 2021 en moyenne annuelle sera de 3,0%, et qu'il sera en repli en 2022, à 2,5%. Vers la fin de l'année 2022, le taux de chômage devrait presque retrouver son niveau pré-crise de 2019. Le marché suisse du travail a une fois de plus prouvé sa grande flexibilité, mais il aura dû pendant cette période absorber notamment trois cohortes de jeunes en fin de formation et de diplômés des hautes écoles. Reste cependant la crainte que le taux de chômage au sens du BIT (Bureau International du Travail), qui prend en compte non seulement les chômeurs inscrits, mais aussi tous les demandeurs d'emploi, ne se rétablisse pas aussi vite.

Inflation

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

Les prix à la consommation des énergies fossiles ont également augmenté en Suisse jusqu'à fin octobre. Mais le poids des produits pétroliers (2,4%) est moins important que dans les statistiques des prix à la consommation dans les pays de l'UE. De plus, l'ouverture durable du marché du commerce de détail et la vigueur du franc ont jugulé la hausse des prix. Même la rapide reprise sur le marché du travail ne devrait pas être porteuse de risques inflationnistes durables. Avec en moyenne 0,8%, la hausse des salaires attendue en 2022 reste modérée.

Japon

Elections, tradition et continuité

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,3%	2021 : 2,3%
2022 : 2,1%	2022 : 3,0%

Les élections à la chambre basse du 31 octobre ont donné un mandat étonnamment clair au nouveau Premier ministre nippon Fumio Kishida, où son parti libéral-démocrate (PLD) a pu défendre sa majorité. Ainsi, la continuité de la politique économique est assurée, toujours marquée par les « Abenomics » même après le départ de Shinzo Abe. La politique monétaire expansionniste devrait perdurer, avec des mesures fiscales ponctuelles. Fumio Kishida en a prévu une avant la fin de l'année : la discussion porte sur la nouvelle version du plan «Go To Travel» pour relancer le tourisme de l'archipel et *in fine* les transferts directs d'argent à la population. La consommation des ménages reste le problème majeur. Au 2^e trimestre 2021, elle était encore inférieure de 4,4% à son niveau de 2019, et les premiers indicateurs pour le 3^e trimestre ne laissent entrevoir qu'une faible hausse. L'avancée vaccinale et le faible nombre de cas améliorent toutefois le moral des ménages et pourraient nourrir une reprise de la consommation à court terme. Mais à moyen terme, une plus forte hausse des salaires sera la clé d'une croissance davantage portée par la consommation. C'est l'objectif déclaré de Fumio Kishida. Toutefois, comme pour Shinzo Abe en son temps, la probabilité d'y parvenir est mince, car malgré les réformes, appels et incitations, le traditionnel principe nippon «modération salariale contre sécurité de l'emploi» semble être solidement ancré.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : -0,3%	2021 : -0,2%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

Pour la première fois depuis août 2020, l'inflation des prix à la consommation a dépassé 0% en septembre 2021, portée par l'énergie et les denrées périssables. En excluant ces deux groupes de biens volatils, l'inflation sous-jacente reste de -0,5%. En 2021, l'inflation globale devrait légèrement augmenter, à 0,4% en moyenne.

Chine

La croissance déçoit

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 7,9%	2021 : 8,2%
2022 : 5,1%	2022 : 5,5%

La croissance économique annuelle réelle de la Chine a nettement ralenti entre le 2^e trimestre (7,9%) et le 3^e (4,9%). Les causes sont multiples: pénuries d'énergie, tolérance zéro face aux nouveaux foyers de covid et ralentissement sur le marché immobilier. Les chiffres de septembre indiquent un fléchissement dans l'industrie. Après des mois quelque peu décevants, les ventes au détail ont rebondi, mais restent bien en deçà de la tendance pré-crise. Globalement, la croissance a ralenti plus que nous l'attendions. Une part de cette faiblesse cyclique va également déborder sur les prochains trimestres. Ces deux raisons nous poussent à réviser à la baisse nos prévisions pour 2021 et 2022, respectivement de 8,3% à 7,9%, et de 5,4% à 5,1%. Toutefois, les remous sur le marché immobilier ne devraient pas causer de crise économique. Dernièrement, les PMI de l'industrie ont envoyé des signaux disparates. Alors que le PMI industriel officiel, à large assise, affiche 49,2 points, bien loin du seuil de croissance de 50, celui de Caixin est passé de 50,0 à 50,6. Selon les deux enquêtes, la pression sur les prix des intrants est élevée, et les difficultés d'approvisionnement persistent. Notons un pic de tension côté politique étrangère récemment, le président Joe Biden ayant déclaré que les Etats-Unis défendraient Taïwan en cas d'attaque militaire chinoise.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,8%	2021 : 1,2%
2022 : 2,0%	2022 : 2,1%

Parmi les grandes économies, la Chine fait exception en matière d'inflation des prix à la consommation, avec un nouveau repli, de 0,7% en septembre. Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions annuelles pour 2021 et 2022. L'inflation des prix à la production a certes atteint 10,7%, mais avec un faible effet sur les prix à la consommation. La banque centrale garde ainsi une latitude suffisante pour une politique monétaire plus expansionniste.

Recherche économique



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.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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 Swiss Life Asset Managers Deutschland 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.

Novembre/décembre 2021

Taux d'intérêt et obligations

L'inflation contraindra-t-elle les banques centrales?

Etats-Unis

- La courbe des T-Bonds s'est aplanie en octobre, les rendements à 5 ans signant +20 pb, contre -11pb à 30 ans. Les marchés financiers attendent deux hausses du taux directeur de la Fed d'ici fin 2022.
- Selon nous, la Fed ne le relèvera qu'une seule fois l'an prochain, deux si l'inflation ne fléchit pas.

Zone euro

- La crise gazière sur le Vieux Continent et la corrélation positive avec les T-Bonds ont aplati la courbe de rendement des Bunds. A cinq ans, les rendements gagnent 17 pb en octobre.
- La BCE estime l'évaluation relativement offensive du marché concernant les hausses de taux non conforme à ses prévisions. Elle devrait annoncer un nouveau programme de rachat d'actifs en décembre, prolongeant l'actuel tout en adjoignant des traits flexibles du PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie).

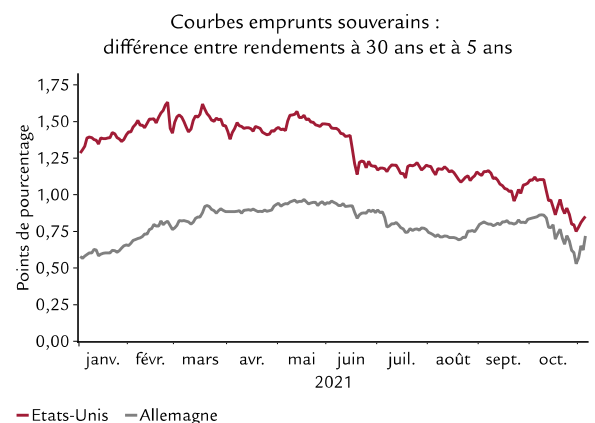
Royaume-Uni

- Les gilts ont signé les mouvements les plus marqués en octobre. Les rendements à 5 ans ont signé +20 pb, ceux à 30 ans -26 pb.
- Au sein du G10, la Banque d'Angleterre est l'une des plus offensives, et plusieurs de ses membres envisagent une hausse dès 2021. Pour nous, un premier relèvement est plus probable au T1 2022.

Suisse

- Les taux d'intérêt en Suisse ont évolué comme leurs homologues en EUR, hormis l'échéance à 2 ans, neutre en glissement mensuel.
- Même si le pays ne voit pas son inflation bondir, la BNS pourrait décider de commercer à resserrer sa politique monétaire si ses homologues européens font de même. Mais cela est une question qui se posera au plus tôt en 2023.

Courbes aplaties par crainte d'inflation et de ralentissement



En octobre, les craintes inflationnistes persistantes dans les pays développés ont amené les marchés financiers à anticiper un début de cycle de relèvement des taux. Les courbes du rendement obligataire se sont donc nettement aplaties (voir graphique), en hausse à l'extrémité courte et en baisse à l'extrémité très longue. De nombreux investisseurs s'inquiètent d'une inflation persistante supérieure à la cible forçant les banques centrales à relever les taux directeurs dans un contexte de croissance qui freine. Selon nous, l'inflation sera transitoire et ces institutions vont répondre à une évaluation du marché qui nous semble trop agressive. A court terme, l'impact des prix des matières premières et des difficultés d'approvisionnement sur les bénéficiaires inquiète les investisseurs. Les résultats du 3^e trimestre sont meilleurs que prévu, les entreprises effaçant largement la hausse de coûts des intrants par des prix à la production plus élevés, avec un impact minime sur les volumes de ventes. A cela s'ajoute le report de l'échéance du plafond de la dette américaine et de moindres craintes concernant la Chine, favorisant le retour de l'achat à la baisse. Léger creusement des écarts de crédit tout de même en octobre, la volatilité des taux pesant sur la classe d'actifs. L'évolution future des écarts devrait être latérale. Concernant les taux, ceux à long terme devraient croître timidement, ceux à court terme se stabiliser après le récent pic.

Actions

Les pertes de septembre sont effacées

Etats-Unis

- L'indice S&P 500 a gagné 7,1% en octobre, terminant le mois sur un record historique au-delà des 4600 points. Le marché américain a surperformé les autres par 2% à 3%, grâce aux excellents résultats des grandes sociétés technologiques. Depuis début 2021, la performance tutoie 25%.
- La saison des résultats aux Etats-Unis a démarré en fanfare : au 3^e trimestre, les bénéfices gagnent 37% et les revenus 16% en glissement annuel. Une croissance des bénéfices près de 10% supérieure aux attentes, avec plus de 80% des entreprises les dépassant.

Zone euro

- Le marché a gagné 4,7% en octobre, et sa performance est d'environ 21% depuis début 2021.
- L'UEM est actuellement le marché le plus actif de notre grille d'évaluation, associant valorisation et indicateurs techniques.

Royaume-Uni

- En octobre, le marché britannique a pris +2,1%, signant une performance de 13,9% depuis début 2021.
- Sa valorisation est très attractive, mais le Brexit et la forte exposition aux actions valeur pèsent toujours.

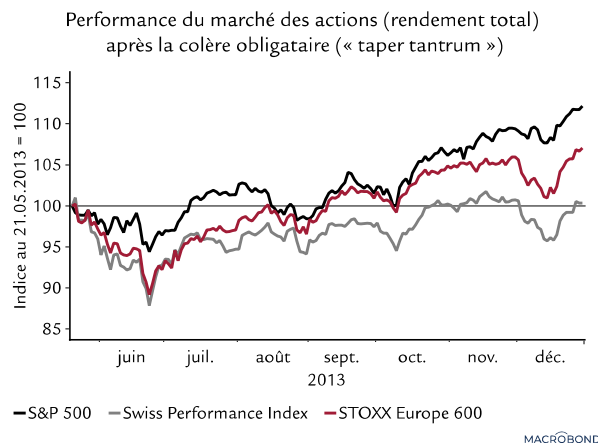
Suisse

- Le marché suisse a gagné 3,8% en octobre, sa performance depuis début 2021 est de 17,2%.
- Un joli mois pour les financières, alors que la santé a suivi l'indice.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain, mais c'est une place défensive, susceptible de surperformer dans un contexte agité.

Marchés émergents

- En signant 1,0% en octobre, les marchés émergents sous-performent toujours. Depuis le début de l'année, la performance est de zéro à cause de la faiblesse du marché chinois, qui pèse 35% de l'indice.

Rendements et actions en hausse



La hausse des rendements obligataires depuis août, conséquence d'annonces prudentes de plusieurs banques centrales de la fin des rachats d'actifs, a ravivé les craintes d'une nouvelle colère obligataire (*taper tantrum*) comme il y a huit ans. En mai 2013, la Fed annonçait la réduction (*tapering*) de ses rachats d'actifs, et le marché des actions réagissait par une correction de 5% aux Etats-Unis, tutoyant respectivement 11% et 13% en Suisse et en zone euro (voir graphique) en quelques jours. Sur la même période, les rendements à 10 ans gagnaient 0,3% à 1,0%. Mais fin 2013, comme la correction datait de mai, le marché des actions américain signait +13%, l'euro péen +7% et le suisse cédait 0,7%. D'autres épisodes brossent le même tableau : depuis 1990, nous avons connu huit phases de forte hausse des rendements obligataires. Seule la période 1993/1994 fait exception avec des rendements des actions négatifs entre le creux et le pic de rendement des T-Bonds à 10 ans. Ce rendement obligataire a gagné en moyenne 2% lors de ces phases, et les marchés des actions ont progressé de plus de 20%. Mais la situation actuelle est différente à deux égards. Primo, le niveau de départ du rendement obligataire est bien inférieur et secundo, toutes les classes d'actifs affichent de fortes valorisations. Ainsi, toute hausse substantielle et rapide des rendements obligataires affecterait davantage les marchés des actions que par le passé. Si la croissance économique et celle des bénéfices restent solides (c'est notre avis) et que les banques centrales restent expansionnistes, les actions devraient cette fois aussi résister si la hausse des rendements est modérée et progressive.

Devises

Le CHF devrait rester ferme face à l'EUR

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD est resté quasi inchangé en octobre.
- Les craintes d'inflation grandissent, favorisant la réévaluation offensive des attentes en matière de politique monétaire par les marchés. Comme il en est de même dans presque tous les pays développés, l'impact sur les taux de change de l'USD a été limité.
- Toutefois, le carry (différentiel de taux d'intérêt) reste favorable au billet vert, notamment face aux devises à faible rendement (EUR, CHF et JPY). L'USD devrait donc s'apprécier face à elles à moyen terme.

Zone euro

- Un euro faible en octobre (également face à des devises continentales comme le CHF, la GBP, la SEK et le NOK), malgré de solides données économiques, de vraies surprises concernant l'inflation et des attentes accrues quant à une hausse de taux côté BCE.
- Selon nous, les marchés ont réagi de façon exagérée à la dernière réunion de l'institution, et en effet, ces attentes ont déjà reflué début novembre. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Conformément à notre prévision, la GBP s'est appréciée face à l'USD en octobre, les marchés guettant avec insistance la Banque d'Angleterre et une hausse de taux directeur.
- Nous sommes désormais neutres sur la paire GBP/USD, car ces attentes sont justes.

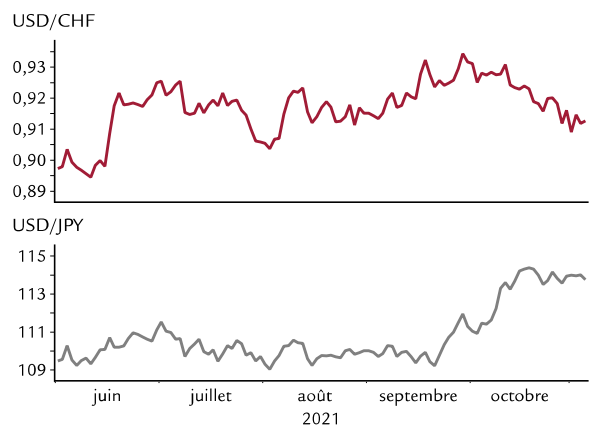
Suisse

- Surprise côté CHF, qui a gagné près de 2% face à l'EUR en octobre (voir texte principal).
- Les différentiels de rendement entre la Suisse et l'Allemagne étant proches et appelés à le rester vu l'alignement des politiques monétaires de la BNS et de la BCE, nous restons neutres sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Le JPY continue de céder du terrain à l'USD dans la première quinzaine d'octobre, la paire USD/JPY se stabilisant à 114 ensuite.
- Cette faiblesse devrait perdurer, car l'environnement de croissance et d'inflation faibles alimentera encore la déprime des taux d'intérêt nippons.

Des valeurs refuges aux trajectoires contrastées



En octobre, le CHF a signé la troisième meilleure performance des devises des marchés développés. Seuls l'AUD et le NZD ont fait mieux, tous deux profitant d'une nette réévaluation des attentes de politique monétaire. Un mouvement particulièrement frappant face à la monnaie unique, la paire EUR/CHF glissant sous 1,06 fin octobre, proche du point seuil cyclique de mai 2020, quand la morosité économique régnait. Mais cette fois, la force du franc ne traduit pas une aversion au risque des investisseurs. Bien au contraire, les actifs risqués ont été à la fête en octobre, et l'autre valeur refuge traditionnelle, le JPY, a cédé 2,5% pondéré des échanges. L'appétence au risque a certainement induit cette faiblesse, que le contexte politique va maintenir, les élections générales ayant cimenté la majorité absolue du PLD au pouvoir. Politiques monétaire et fiscale devraient donc rester souples au Japon.

Sans flux de valeurs refuges, la bonne performance du CHF face à l'EUR s'explique donc par l'absence de carry. A diverses échéances, les rendements obligataires suisses dépassent ceux des Bunds, et les marchés financiers estiment plus probable un relèvement de taux directeur par la BNS que par la BCE ces 12 prochains mois (hausse de 8 pb pour la BCE contre 18 pb pour la BNS à la clôture de la rédaction). Si cela semble étrange vu l'inflation bien plus faible en Suisse, le retour d'un carry positif de l'EUR n'est pas pour demain. Nous maintenons donc notre vision neutre de la paire EUR/CHF, tout en reconnaissant que les risques de cette estimation sont asymétriques à très court terme, une reprise étant plus probable qu'une autre vente massive.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
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.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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 Swiss Life Asset Managers Deutschland 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.

Allocation d'actifs

Le marché haussier persiste

Résumé

- La croissance économique devrait surperformer la tendance ces prochains trimestres, et les difficultés d'approvisionnement s'estomper. Aux Etats-Unis et en Europe, la relance budgétaire, quoique moins généreuse, demeure. Les craintes de stagflation sont exagérées selon nous.
- Prix de l'énergie et soucis d'approvisionnement alimentent l'inflation. Elle devrait bientôt atteindre son pic avant de refluer vers la cible de 2% des banques centrales.
- Le marché des actions reste haussier. En octobre, le marché mondial a plus que compensé sa perte de septembre, et les bénéfiques sont excellents.
- Les rendements réels des obligations restent fortement négatifs et les écarts de crédit serrés.

Taux d'intérêt et obligations

- En octobre, les rendements des T-Bonds à 10 ans gagnent 10 pb. Fait inédit depuis mi-2019, les rendements allemands et suisses approchent zéro.
- Hormis sur les marchés émergents, tous les grands indices obligataires ont cédé entre 0,1% et 1%.
- En termes relatifs, les obligations restent plus chères que les actions. Nous maintenons l'allocation de crédit largement neutre et la durée plus courte que les marchés dans nos portefeuilles.

Actions

- Les marchés mondiaux des actions ont signé +5% à +6% en octobre, effaçant largement les pertes de septembre. Le marché américain a été le meilleur, et les marchés émergents les mauvais élèves.
- Les résultats trimestriels sont excellents, avec des bénéfiques et une croissance des revenus de plus de 80% des entreprises dépassant des prévisions déjà élevées.
- Historiquement, les marchés des actions résistent très bien aux hausses de taux quand elles coïncident avec une forte croissance économique.

Rendements réels sous différents régimes d'inflation (depuis 1880)

	Inflation croissante		Inflation décroissante	
	USA	CH	USA	CH
Liquidités	0.7%	0.1%	2.3%	1.2%
Obligations d'Etat	-0.2%	-0.9%	4.9%	4.6%
Actions	5.2%	2.9%	11.7%	9.4%
Immobilier	5.4%	4.9%	7.0%	6.4%

Source: Swiss Life Asset Managers

La performance des principales classes d'actifs lors des régimes de faible et forte inflation révèle des schémas clairs. D'après notre étude approfondie portant sur les Etats-Unis et la Suisse depuis 1880 : (1) Les rendements réels des classes d'actifs sont bien moindres en période d'inflation croissante. (2) Actions et immobilier surperforment dans les deux régimes (prime de risque systématiquement positive). (3) En moyenne, les rendements réels des actions sont à deux chiffres en régime d'inflation décroissante. (4) Les rendements réels obligataires et des liquidités sont proches de zéro ou négatifs en période d'inflation croissante, qui pèse davantage sur les obligations. (5) Les résultats pour les Etats-Unis et la Suisse sont cohérents. L'étude confirme que les valeurs réelles (actions et immobilier) protègent mieux de l'inflation que les actifs nominaux (liquidités, obligations). Une plus large analyse depuis les années 1980 indique que l'évolution des taux d'intérêt réels porte notamment les rendements des actions, et pèse sur ceux des obligations, également sensibles à l'évolution des attentes d'inflation.

Implications pour notre portefeuille

L'état du cycle conjoncturel et la dynamique actuelle de marché justifient le maintien de la surpondération des actions. Nous restons neutres sur le crédit et sous-pondérons les obligations d'Etat et la durée.

Swiss Life Asset Managers



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



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

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

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

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

Publié et approuvé par 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 Swiss Life Asset Managers Deutschland 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.