

Octobre 2021

A retenir

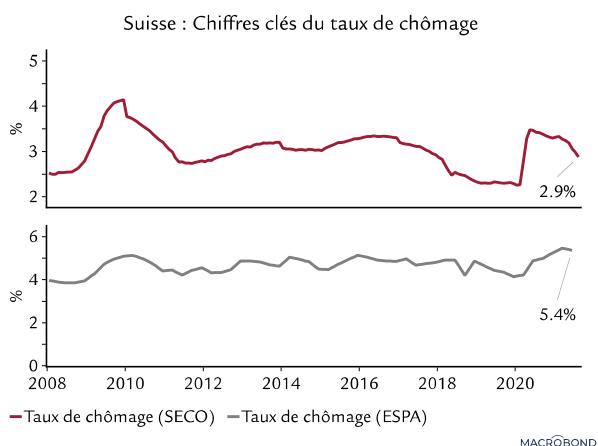
- Etats-Unis : des revers au 3^e trimestre entraînent une révision à la baisse de la prévision de croissance du PIB
- Allemagne : à la recherche d'un parti expérimenté pour colorer la coalition « jaune et verte »
- Les prix de l'énergie alimentent une nouvelle poussée inflationniste en Europe

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 septembre 2021

Graphique du mois



En Suisse, le PIB réel a déjà dépassé son niveau pré-crise. Dans une apparente concordance avec cette évolution, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières calculé par le SECO s'est rétabli depuis décembre 2020 pour atteindre 2,9%. L'Enquête suisse sur la population active (ESPA) brosse un tableau quelque peu différent du taux de personnes sans activité lucrative. Tandis que le taux de chômage du SECO est calculé à un jour de référence à l'aide des inscriptions auprès d'un office régional de placement (ORP), une personne est sans activité lucrative au sens de l'ESPA lorsqu'elle a recherché un emploi au cours d'un mois.

Etats-Unis Le Delta trouble-fête

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,9%	2021 : 5,9%
2022 : 3,5%	2022 : 4,3%

Le scénario semblait écrit pour les Etats-Unis : la disponibilité précoce du vaccin allait permettre un retour à la normale au 3^e trimestre. Les parents allaient pouvoir remettre leurs enfants à l'école et à la crèche, et revenir plus nombreux sur le marché du travail. Seulement, la vague Delta et le ralentissement du rythme vaccinal ont rendu ce script obsolète. Les chiffres de l'emploi ont déçu en août, avec seulement 235 000 nouveaux postes créés, trois fois moins qu'attendu. Les secteurs de l'éducation et de la santé n'ont pas répondu aux attentes. Dans ces secteurs, il manque encore 4% des postes par rapport au niveau pré-crise, et le retour de l'école à la maison est une réalité en certains endroits ou un risque latent pour les parents. Le taux de participation au marché du travail s'est donc peu rétabli, et se situait en août 2021 au même niveau qu'en 2020 (61,7%), malgré le boom économique intervenu entre-temps. Jusqu'ici, rien n'indique non plus que la fin des allocations chômage renforcées augmentera la participation au marché du travail. Les Etats qui ont annulé ce coup de pouce de manière anticipée ont récemment connu une dynamique d'emploi similaire aux autres. La croissance américaine reste robuste, mais notre prévision pour le 3^e trimestre est plus prudente, entraînant une légère révision à la baisse de la croissance du PIB en 2021.

Inflation

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

L'hypothèse de la Fed, de la majorité des investisseurs, et la nôtre, semble se confirmer : la hausse de l'inflation au 2^e trimestre était bien un phénomène transitoire. Les hausses de prix mensuelles continuent de s'essouffler, car des postes comme les véhicules d'occasion ou les billets d'avion, grands gagnants de la réouverture, sont devenus moins chers. Selon notre prévision, le taux de croissance annuelle va certes dépasser 5% en fin d'année, mais devrait nettement ralentir en 2022.

Zone euro En attendant Berlin

Croissance du PIB

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

Nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB de l'ensemble de la zone euro. La raison à cela est que la croissance de certains pays, que nous ne commenterons pas en détail ici, est plus importante qu'initialement escompté. Parmi ces pays, on retrouve l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. D'importants progrès en matière de vaccination comme au Portugal ont permis de nouvelles étapes de réouverture, alors qu'ailleurs, le « pass sanitaire » a continué de peser sur le chiffre d'affaires de certains secteurs. De manière générale, on constate que l'élan économique fléchit en de nombreux endroits, notamment car l'industrie allemande est moins vigoureuse. Les valeurs en repli du PMI industriel en sont une traduction. D'autres raisons font que Berlin attire tous les regards de l'Europe : la mise en œuvre du paquet législatif « Fit for 55 » en vue d'atteindre les objectifs climatiques de la Commission européenne devra attendre la formation du nouveau gouvernement fédéral. Il en va de même pour les décisions quant à la future gestion des critères de Maastricht actuellement suspendus. On va savoir ce que mettront dans la balance les Verts allemands, mais aussi les libéraux du FDP, pour entamer des négociations de coalition avec l'un des deux partis du gouvernement précédent.

Inflation

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

En août, l'inflation a atteint 3,0%. Dans les quatre grands pays membres de l'UEM, elle est donc nettement supérieure à 2% et le taux d'inflation sous-jacente s'approche de la valeur cible de la BCE de 2%. D'après une enquête de Bloomberg, le consensus prévoit 3,3% en septembre, et nous allons même jusqu'à attendre une hausse de l'inflation à 3,4%. Nous tablons toutefois sur un net repli courant 2022, avec un taux d'inflation de tout juste 1,1% en décembre 2022.

Allemagne

Qui rejoindra la coalition ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,8%	2021 : 3,1%
2022 : 3,6%	2022 : 4,4%

Au soir des élections fédérales, on pouvait avoir l'impression que les Verts et les libéraux du FDP, exclus du précédent gouvernement, étaient prêts à former une coalition. Tout ce qu'il manque, c'est un partenaire expérimenté. Arrivés en troisième et quatrième position, les deux partis sont en excellente position pour arracher des concessions exceptionnelles au parti qui fournira le chancelier. Mais il ne faut pas s'attendre à la formation rapide d'un gouvernement. Il est intéressant de noter que les jeunes votant pour la première fois ont largement voté pour le FDP et les Verts. Ces deux formations se positionnent très fortement sur des thèmes porteurs à long terme que sont le changement climatique et la politique budgétaire de l'UE. A court terme, ces aiguillages politiques n'auront pas d'impact sur la perspective économique. Le climat des affaires s'est dégradé récemment, les entreprises envoyant parfois des signaux contradictoires. Les enquêtes de l'institut ifo montrent d'une part que les entreprises prévoient un ralentissement de leurs activités, tout en faisant état d'une hausse de la demande étrangère. La clé de résolution de ce paradoxe apparent réside dans les difficultés de livraison dans l'industrie : une fois qu'elles seront réglées, la production retrouvera des couleurs.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,0%	2021 : 2,9%
2022 : 1,9%	2022 : 2,0%

En décembre 2020 encore, la prévision du consensus sur le taux d'inflation pour 2021 était de 1,4%, contre 2,9% aujourd'hui. Le rapide rebond de l'économie mondiale et les prix élevés de l'énergie ont notamment contribué à cette surprise. Pour des raisons purement mathématiques, l'inflation va nettement baisser début 2022 : l'effet de la réduction intermédiaire de la TVA au 2^e semestre 2020 sera exclu du calcul, tout comme l'introduction d'une taxe sur le CO₂ au début de l'année en cours.

France

Forte reprise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,1%
2022 : 3,3%	2022 : 3,8%

En France, la campagne de vaccination s'essouffle par rapport au mois dernier. Mais avec plus de 65% de la population ayant complété son schéma vaccinal, le pays devance ses voisins allemand et suisse. L'approche déterminée de l'exécutif quant au « pass sanitaire » devrait rendre minimales les dommages économiques des mesures sanitaires encore en place. La clientèle internationale continue de faire défaut au secteur de l'hôtellerie-restauration, mais la demande intérieure s'est redressée de façon sensible, tous secteurs confondus. L'INSEE enregistre une nette hausse du moral des ménages pour le mois de septembre. Il est au plus haut depuis les jours ayant immédiatement précédé le confinement de mars 2020. Les enquêtes dans l'industrie, comme celles servant à établir le PMI, traduisent également une poursuite de la croissance au cours du 3^e trimestre. Le PIB français est ainsi en bonne voie pour retrouver son niveau pré-crise lors du 1^{er} trimestre 2022. Comme ce redressement devrait intervenir plus vite que chez le voisin allemand, Emmanuel Macron ne devrait pas passer cet argument sous silence lors de la campagne électorale au printemps.

Inflation

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

En France également, l'inflation va continuer d'augmenter jusqu'à la fin de l'année. Outre les éternels habitués, à savoir les prix de l'énergie et des services de transport en hausse, ceux des produits alimentaires frais ont sensiblement augmenté en août. Contrairement à l'Allemagne, le débat public ne s'est pas encore saisi de la question de l'inflation. Mais cela pourrait changer début 2022 à mesure que l'élection présidentielle s'approchera.

Royaume-Uni

Fin du chômage partiel

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,3%	2021 : 6,7%
2022 : 4,6%	2022 : 5,4%

Le Royaume-Uni est le seul pays développé où le déséquilibre entre la demande dopée par la réouverture et la pénurie d'offre est aussi frappant. Les difficultés logistiques, les rayons vides des supermarchés et les files d'attente à la pompe dont les médias font leurs choux gras pèseront sûrement sur le 2^e semestre, dans une ampleur difficile à juger toutefois. D'une part, la réponse du gouvernement pour délivrer 10 500 visas temporaires aux chauffeurs poids lourds étrangers est insuffisante et trop tardive. D'autre part, les enquêtes parmi les directeurs d'achats (PMI) de l'industrie et des prestataires témoignent toujours d'une forte croissance, même si l'indice est globalement inférieur par rapport au continent. Globalement, notre prévision de croissance économique pour 2021 est légèrement plus prudente. Concernant l'offre, l'arrêt fin septembre 2021 du « furlough scheme », la version britannique du chômage partiel, devrait alimenter un certain mouvement. Cet instrument étant nouveau, il n'est pas encore possible d'estimer le nombre de travailleurs, parmi le million du programme, qui perdront leur emploi. Autre inconnue, la compatibilité de leur profil avec les postes vacants, souvent à bas salaire.

Inflation

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

Forte hausse surprise de l'inflation en août, de 2,0% à 3,2%. Les prix dans la restauration sont principalement responsables (contribution de 0,65 points de pourcentage) de cette inflation annuelle (en raison d'un effet de base également). Grâce à la soupape mise en place par l'Etat, la hausse des prix du gaz et de l'électricité dans le commerce de gros ne se traduit pas directement dans les prix à la consommation. Ce dispositif a été relevé à 12% au 1^{er} octobre, l'énergie devrait donc contribuer à l'inflation à hauteur de 0,4% ces prochains mois.

Suisse

L'énergie au zénith annuel

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,2%	2021 : 3,5%
2022 : 2,7%	2022 : 3,0%

La première estimation officielle du PIB au 2^e trimestre indique une croissance de 1,8% par rapport au précédent. Cette valeur est à peine inférieure à notre prévision de 2,0% et à celle du consensus à 1,9%. Mais pour le second mois de rang, nous devons réviser à la baisse notre prévision de croissance du PIB réel pour l'ensemble de l'année 2021. Les révisions du PIB de l'année précédente l'expliquent, la chute lors de la récession de 2020 ayant été moins spectaculaire qu'attendu initialement. En conséquence, les taux de variation annuelle pour 2021 sont un peu moins importants que prévu. La prévision du consensus recule également, mais pour 2021 et 2022, elle reste bien supérieure à la nôtre. La dynamique de la croissance ne devrait pas accélérer ces prochains mois. Pour le 2^e trimestre, l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) compilé par le SECO s'est avéré un indicateur très précis pour estimer la croissance du PIB. Concernant le 3^e trimestre, il pointe vers un ralentissement de la croissance par rapport au précédent. A court terme, l'introduction de l'obligation étendue du certificat COVID devrait peser sur le chiffre d'affaires de l'hôtellerie-restauration et des centres de fitness.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,6%	2021 : 0,4%
2022 : 0,8%	2022 : 0,6%

Des prix de l'énergie qui restent élevés alimenteront une hausse temporaire de l'inflation d'ici la fin de l'année, à 1,3%. Le mazout payé par le consommateur coûte 33% de plus qu'au début de l'année. A moyen terme, notre scénario concorde avec la prévision inflationniste conditionnelle de la BNS. Ensuite, même si la politique monétaire reste inchangée, le taux d'inflation ne dépassera pas avant mi-2024 la limite supérieure de la fourchette de 0% à 2% correspondant à la stabilité des prix.

Japon

En quête d'un nouveau leader

Croissance du PIB

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

Depuis le début de l'année, la cote de popularité du gouvernement du premier ministre Yoshihide Suga est en chute libre. Début 2020, elle était de 70%, contre 29% en août 2021. La décision de Yoshihide Suga d'annoncer son départ avant même les élections à la tête du parti libéral-démocrate (LDP), et celles au parlement le 28 novembre, est donc compréhensible. Le vainqueur encore très incertain des élections à la tête du LDP au 29 septembre sera sûrement le successeur de Yoshihide Suga, et ne proposera certainement pas de grande réorientation politique. La situation sanitaire se détend au Japon : le nombre de cas baisse depuis début septembre, et près de 70% de la population est primo-vaccinée, plus qu'aux Etats-Unis ou en Allemagne. L'état d'urgence devrait donc être levé fin septembre, et l'obligation d'isolement pour les vaccinés devrait suivre en novembre. Grâce à ces perspectives, le PMI des prestataires de services a livré une bonne surprise avec une hausse de 4,5 points, à 47,4. L'industrie reste aux prises avec la rareté de l'offre et son PMI a chuté sous la barre des 50, à 48,1, pour la première fois depuis janvier. Les délais de livraison atteignent des longueurs inédites, et ces difficultés affectent particulièrement les constructeurs automobiles. En août, les exportations automobiles réelles ont reculé de 14,6%, après que les stocks ont été considérablement réduits en juillet.

Inflation

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

L'inflation nationale des prix à la consommation est restée en territoire négatif en août, à -0,4%. Pour la première fois depuis juillet 2020, portée par des effets de base des prix hôteliers après des remises subventionnées en 2020, l'inflation sous-jacente (inflation sans les produits alimentaires frais) a grimpé à 0,0%. Celle des prix à la production est restée proche de son pic à 5,5%, mais ne devrait impacter les prix à la consommation qu'à la marge.

Chine

Un incendie peu probable

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,3%	2021 : 8,4%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

Une fois de plus, le marché immobilier chinois tient le monde en haleine. La crise d'Evergrande résulte du durcissement réglementaire de 2020, elle est ainsi sciemment acceptée par les autorités. L'objectif semble clair : corriger la mauvaise allocation de capitaux dans un secteur immobilier hypertrophié et investir dans des activités plus productives. Pékin va chercher coûte que coûte à éviter un effondrement des prix et donc une réaction en chaîne impactant la consommation privée et les promoteurs jusqu'ici en bonne santé. La réglementation continue donc de viser l'endettement élevé de nombreux promoteurs immobiliers. La dette et les fonds propres sont souvent placés en Chine et les banques commerciales qui octroient les crédits sont aux mains de l'Etat, qui les a donc libres pour gérer la crise. Une crise financière est donc très improbable, et résulterait d'une erreur de Pékin. Toutefois, un nouveau ralentissement du secteur, qui avec la construction représente 14,5% du PIB chinois, est probable du fait de la hausse du coût du financement pour les développeurs et d'une retenue au moins temporaire des acquéreurs. La dernière « crise immobilière » induite par l'Etat en 2015 a toutefois montré un impact limité sur le solide secteur des services. Nous maintenons donc nos prévisions de croissance de 8,3% (2021) et 5,4% (2022), toujours en deçà du consensus.

Inflation

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

Exception majeure des marchés émergents, l'inflation chinoise des prix à la consommation reste inférieure à 1%, sous pression de faibles prix des denrées alimentaires et des communications. L'inflation sous-jacente est faible en août, à 1,2%. La banque centrale a donc une grande latitude pour mener une politique monétaire plus expansionniste si l'économie ralentit plus que prévu après les récentes turbulences du marché immobilier.

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.

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.

4^e trimestre 2021

Messages clés

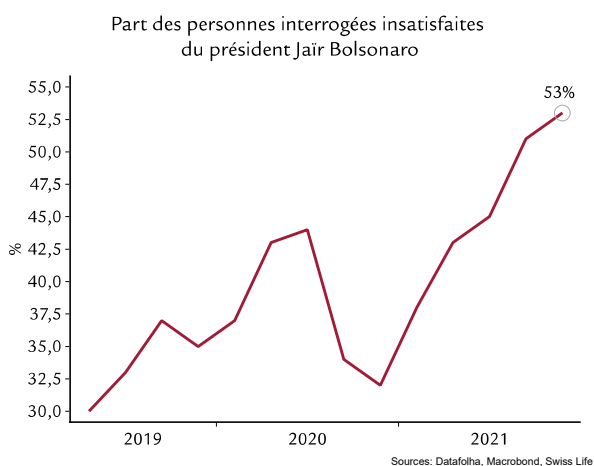
- L'évolution de la situation économique demeure hétérogène, mais la situation sanitaire s'est améliorée en de nombreux endroits.
- Les turbulences sur le marché immobilier chinois résultent de la régulation étatique et ne devraient pas flamber, car les autorités ont des outils puissants pour les contenir.
- Mais l'activité sur ce marché devrait continuer de faiblir, et peser *in fine* sur la croissance chinoise.

En un chiffre

15 000
mia.

L'endettement des promoteurs immobiliers chinois et des entreprises en dépendant atteint plus de 15 000 milliards de dollars. Evergrande, le numéro 2 des promoteurs, affiche une dette de 300 milliards et connaît d'immenses difficultés de paiement. Cela réveille le spectre de la crise financière de 2008. Mais à la différence de Lehman Brothers dont la déroute a causé une réaction en chaîne mondiale, Evergrande est plutôt un problème national. Malgré sa taille, le promoteur n'est pas considéré par les analystes comme posant un risque systémique. Des effets de contagion majeurs en Chine n'auraient lieu que si, contre toute attente, les autorités échouent à isoler le problème.

En un graphique



Le Brésil connaît une situation difficile, pour plusieurs raisons. Sur le plan conjoncturel, la croissance a déçu, avec -0,1% au 2^e trimestre. En parallèle, l'inflation annuelle a grimpé à 9,7% en août et les faibles réserves en eau devraient continuer d'exercer une pression haussière sur les prix de l'énergie. L'incertitude flambe également côté politique: les attaques du président Jair Bolsonaro contre la Cour suprême ont déclenché des manifestations monstres, et le différend portant sur paiements ordonnés par la justice qui pourraient lourdement grever le budget de l'Etat en 2022 continue. Dans la récente enquête de Datafolha, 53% des sondés sont insatisfaits du président, soit 2% de plus qu'en juillet. L'année électorale 2022 s'annonce agitée.

Rétrospective : évolution hétérogène au 2^e trimestre

Même après la publication des chiffres du PIB du 2^e trimestre, le tableau est contrasté dans les pays émergents. En Chine, la croissance a ralenti un peu plus que prévu, à 7,9%, le PIB étant de 8,1% supérieur à son niveau du 4^e trimestre 2019. D'autres économies asiatiques peinent à se relancer. L'Indonésie et la Thaïlande ont livré de bonnes surprises (croissance de 3,3% et de 0,4%), sans parvenir toutefois à retrouver leur niveau pré-crise. En Inde, selon nos données corrigées des variations saisonnières, cet écart est même de 10%. Parmi les pays émergents européens, la Hongrie a renoué avec son niveau pré-crise au 2^e trimestre. En Pologne et en République tchèque, l'écart à combler est respectivement de 2,8% et 4,8%. L'Amérique latine affiche également une reprise en ordre dispersé. Au 2^e trimestre, le PIB chilien a progressé de 1,0%, s'établissant à 4,3% au-dessus de son niveau pré-crise. En Colombie en revanche, le PIB a chuté de 2,4%, à 3% sous son niveau du 4^e trimestre 2019. Le Mexique (+1,5%) se place au milieu et est encore 2% sous le niveau de PIB pré-covid.

Perspective : faibles PMI, amélioration sanitaire

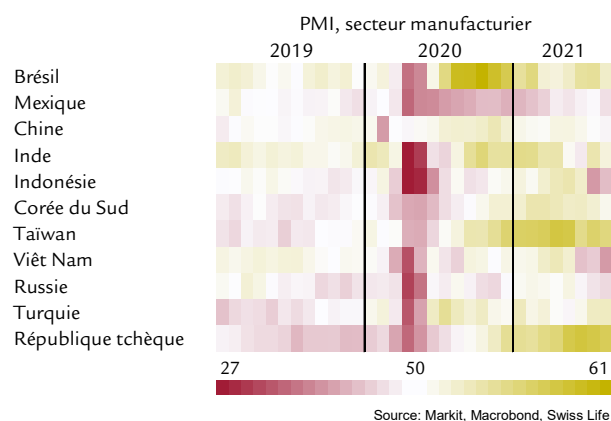
A la lecture des indices des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie, l'évolution reste très disparate. Au Mexique, en Indonésie, au Viêt Nam et en Russie, cet indicateur reste en deçà du seuil de croissance. Un fléchissement également visible au Brésil, en Inde et en Corée du Sud, qui restent toutefois en territoire

positif. Taïwan (58,5) et la République tchèque (61,0) sont actuellement les pays plus performants. Les difficultés d'approvisionnement restent un frein, même si elles ne s'aggravent plus. Sur le front de la pandémie, de nombreux pays entrent renforcés dans le 4^e trimestre, avec une chute des cas, une vaccination qui progresse et après des vagues dévastatrices, une immunité supposément bien plus élevée que dans les pays industrialisés. La Chine fait exception : sa politique de tolérance zéro devrait encore alimenter le régime stop & go.

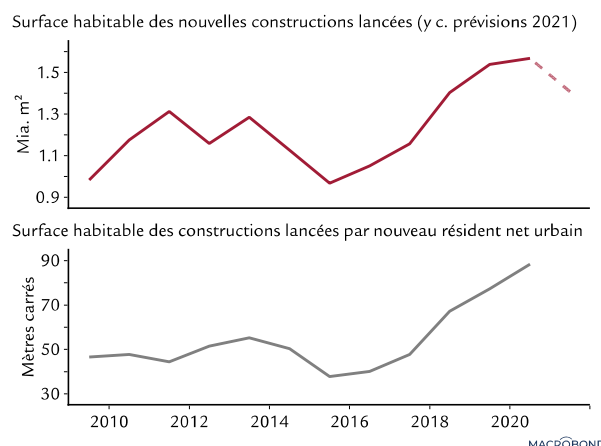
Le marché immobilier chinois atteint ses limites

Une fois n'est pas coutume, ce n'est pas le covid qui préoccupe la Chine, mais le marché immobilier, véritable frein à la croissance depuis début 2021. La faiblesse du secteur résulte du durcissement politique de 2020, elle est ainsi sciemment prise en compte par les autorités. L'objectif semble clair : corriger des années de mauvaise allocation de capitaux dans un secteur immobilier hypertrophié et investir dans des activités plus productives. Le boom immobilier débuté en 2015 est intervenu alors que l'exode rural était un thème majeur. Toutefois, la hausse de la population urbaine a aussi nettement ralenti, de 3,3% en 2015 à 2,0% en 2020. Le ratio projets de construction / croissance démographique est de plus en plus déséquilibré (graphique 2). Des études estiment qu'un logement sur cinq est vacant en Chine. Les deux causes de ce boom durable n'ont été que timidement traitées jusque-là. Primo, les possibilités limitées de placement des

Graphique 1 : Des indicateurs avancés disparates



Graphique 2 : Boom de la construction depuis 2015 malgré le repli de la croissance démographique



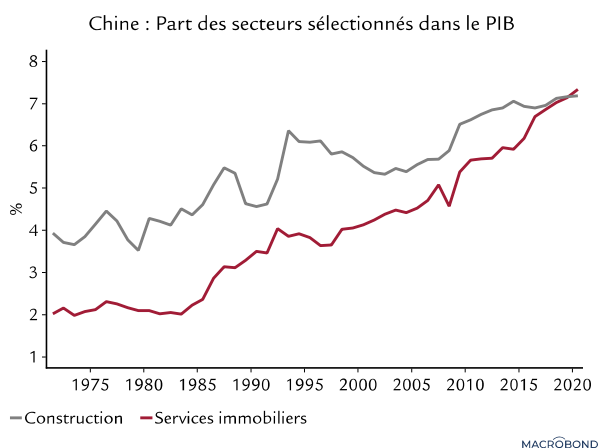
ménages, qui investissent dans l'immobilier à des fins spéculatives. Secundo, la dépendance croissante des gouvernements locaux aux ventes de terrains, qui représentent 35% des recettes fiscales. En conséquence, l'activité de construction se tourne vers l'offre de terrains, et on construit souvent trop au mauvais endroit. Le gouvernement traite les symptômes avec des taux hypothécaires plus élevés ou l'annulation des ventes de terrains aux enchères, tandis que les causes profondes continueront probablement de susciter l'intérêt pour l'investissement immobilier tant que la perspective de hausse ou tout du moins de stabilité des prix demeurera. Pékin tentera d'éviter coûte que coûte l'effondrement des prix, malgré la faible accessibilité des logements dans les grandes villes, afin d'éviter une réaction en chaîne sur la consommation privée et les promoteurs jusque-là en bonne santé. La réglementation devrait donc rester axée sur le comportement spéculatif et le fort endettement de nombreux promoteurs.

Chine : moins d'investissement immobilier, mais pas d'effondrement des prix

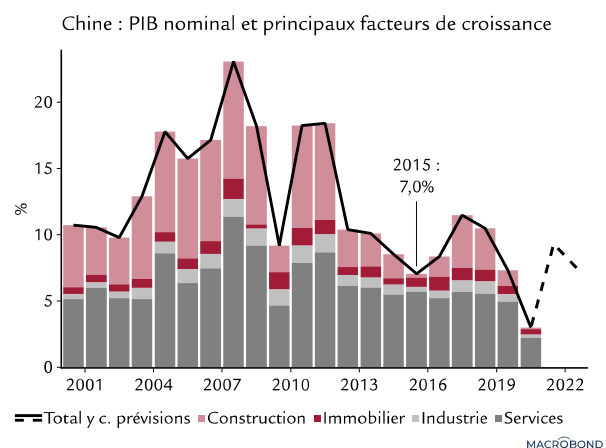
Les intérêts des autorités semblent donc prendre ces chemins : (1) maintenir la pression sur les promoteurs fortement endettés ; (2) en cas de difficulté de paiement, restructurer plutôt que liquider afin que les prix ne soient pas sous pression du fait de ventes dans l'urgence ; (3) répartir les coûts sur les investisseurs et les banques octroyant les crédits, afin que les acheteurs soient impactés le moins possible au nom de la paix sociale ; (4) maintenir le signal de marché de coûts de financement plus élevés pour certaines sociétés

immobilières, mais au besoin, réagir par un assouplissement de la politique monétaire. La banque centrale a une grande latitude ici, car l'inflation chinoise des prix à la consommation n'est actuellement pas un problème. Les banques commerciales étant le plus souvent aux mains de l'Etat, celui-ci les a libérées en matière de gestion de crise. Une crise financière est donc très improbable, et résulterait d'une erreur de Pékin. Toutefois, un nouveau ralentissement de l'activité dans l'immobilier est probable, du fait de la hausse du coût du financement pour les développeurs et une retenue au moins temporaire des acquéreurs. Bien entendu, cela se traduira dans la croissance. En 2020, le secteur de l'immobilier et de la construction représentait 14,5% de la valeur ajoutée brute (2000 : 9,6%, graphique 3). Son importance va bien au-delà, car d'autres secteurs, des producteurs d'acier aux magasins de meubles, en dépendent directement ou indirectement. Une étude de 2020 par Rogoff et Yang, largement reprise, évalue même son poids, après retrait de la part de l'importation, à 24% du PIB chinois, bien supérieur aux autres pays étudiés. Le résidentiel n'étant qu'une partie du secteur de l'immobilier et de la construction, la demande libérée devrait se reporter vers d'autres secteurs et l'Etat amortira un ralentissement plus marqué. Nous attendons donc un repli modéré de la croissance. Dans la dernière crise immobilière induite par l'Etat, en 2015, avec des chutes de prix jusqu'à 6%, le secteur avait moins porté la croissance (graphique 4), mais le secteur des services devenu plus important semblait immunisé et livrait une solide « contribution fixe » d'environ 5,5 points de pourcentage à la croissance du PIB nominal. Nous maintenons donc nos prévisions de croissance de 8,3% (2021) et 5,4% (2022), toujours en deçà du consensus.

Graphique 3 : Le secteur de la construction et de l'immobilier représente près de 15% de l'économie



Graphique 4 : Depuis 2012, les services sont relativement insensibles au cycle immobilier marqué



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.

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.

Octobre 2021

Taux d'intérêt et obligations

La reflation fait son retour

Etats-Unis

- Les rendements des T-Bonds ont bondi en septembre, ceux à 10 ans gagnant 20 pb, et l'extrémité courte pourtant bien ancrée gagne 9 pb, les courbes se raidissant.
- La réunion du FOMC en septembre a été plus offensive que prévu, le directeur de la Fed laissant peu de doute quant au début de la réduction des rachats d'actifs en cette fin d'année.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont également progressé, par solidarité avec leurs homologues américains. De plus, le risque d'un gouvernement allemand penchant nettement à gauche s'est évanoui. Le rendement à 10 ans a gagné 24 pb, les courbes se raidissant.
- Mme Lagarde, la présidente de la BCE, a souligné que la majeure partie de l'inflation était due à des chocs d'offre temporaires et que les banquiers centraux ne devaient pas surréagir, tempérant ainsi toute attente de hausse prochaine des taux directeurs.

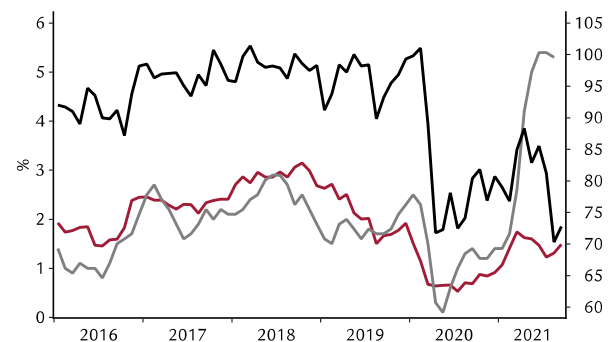
Royaume-Uni

- Les obligations britanniques ont nettement sous-performé en septembre, les Gilts à 10 ans signant un nouveau pic cyclique à près de 1%, en hausse de près de 40 pb depuis fin août.
- La Banque d'Angleterre a surpris les marchés par son ton offensif, avec des hausses de taux dans les mois à venir. Le compte-rendu de la réunion témoigne de l'inquiétude grandissante quant à l'inflation.

Suisse

- Le rendement des obligations suisses a maintenu sa forte corrélation à celui de l'EUR, gagnant 20 pb. A 5 ans, le pic de début à l'année, à -0,5%, est atteint.
- A la différence de la plupart des autres économies, la Suisse jouit d'une reprise saine sans flambée de l'inflation, et donc sans pression sur la BNS pour durcir sa politique monétaire.

Le pic d'inflation déprime les ménages



— Rendement T-Bond à 10 ans, échelle de gauche
— Inflation aux Etats-Unis, échelle de gauche
— University of Michigan Consumer Sentiment Index, échelle de droite
MACROBOND

Les écarts de crédits sont englués à des plus bas historiques, et mondialement, les taux font les montagnes russes. Les rendements d'obligations ont globalement bondi fin septembre, les banques centrales se montrant plus restrictives sur fond de crainte inflationniste accrue. En particulier le prix des matières premières et les difficultés côté offre, des semi-conducteurs à la pénurie d'essence outre-Manche, livrent d'authentiques cas d'espèce de l'inflation. Mais ces causes devraient s'avérer temporaires. Les frictions dans l'économie sont bonnes pour la presse, mais font généralement long feu et se résolvent d'elles-mêmes par la force des marchés. De plus, vu la plongée du moral des ménages américains (cf. graphique), la dynamique de croissance devrait ralentir. Cela devrait soulager la pression sur le front de l'inflation, même si cette dernière devrait s'établir au-dessus de la cible de 2% de la Fed dans un futur proche. Avec le pic probablement derrière nous, la hausse de rendement des obligations ne devrait pas durer. Nous voyons plutôt ce dernier mouvement comme un ajustement depuis le point bas de l'été et attendons la définition d'une nouvelle fourchette. Quant aux actifs risqués, nous pensons qu'il peut y avoir un nouveau rallye alimenté par la reflation, même s'il sera sans commune mesure avec celui de 2020. Nous sommes prudents sur la durée et neutres sur les écarts de crédit vu les niveaux actuels très serrés.

Actions

Timide septembre, mais de beaux lendemains

Etats-Unis

- Le marché américain a cédé 4,8% le mois dernier, une première depuis janvier. Les principales causes de la correction ont été l'incertitude de l'évolution économique chinoise, attisant la hausse des taux et l'agenda politique américain. Toutefois, depuis début 2021, le rendement total de ce marché reste de 16,7%.
- La bonne saison de publication des résultats et la récente correction ont fait passer le Shiller PE de 30 à environ 26. Mais parmi les grands marchés, l'américain reste le plus cher, il y a donc peu de marge de hausse.

Zone euro

- Le marché a cédé 3,4% en septembre, avec une performance qui reste à environ 16,5% depuis début 2021.
- La valorisation et la dynamique économique favorisent le marché européen par rapport à l'américain.

Royaume-Uni

- En septembre, le marché britannique a perdu 0,5%, signant une performance de 11,4% depuis début 2021.
- Il est défensif et affiche le plus fort rendement du dividende des grands marchés.

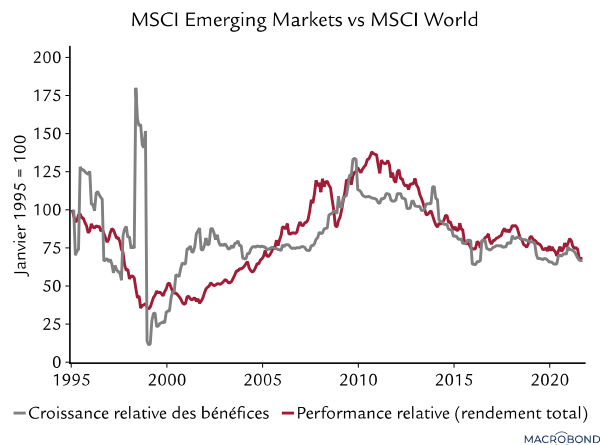
Suisse

- Le marché suisse a perdu 6,8% en septembre, sa performance depuis début 2021 est de 12,9%.
- Le secteur pharmaceutique, poids lourd du SMI, a fortement pesé sur les actions helvètes en septembre.

Marchés émergents

- Cédant 4,0%, les marchés émergents sont dans le sillage des développés le mois dernier. Mais avec une performance de -1,1% depuis début 2021, les premiers sont très loin des seconds (14,2%).
- La valorisation des actions des marchés émergents par rapport aux marchés développés est intéressante, mais la situation politique en Chine reste pour l'heure un souci.

Marchés émergents – Risques et opportunités



Depuis la crise financière en 2009, et cette année également, les marchés émergents peinent. En 12 ans, ils ont sous-performé l'indice du marché développé (MSCI World) d'un stupéfiant 160%, et le différentiel de performance en 2021 est de plus de 15%. Même la performance à long terme depuis 1995 est désormais inférieure à celle des marchés développés. Depuis la création du concept de marchés émergents en 1987, la surperformance reste de près de 2% p. a. Le graphique ci-dessus montre que la performance relative à long terme est étroitement liée à l'évolution relative des bénéfices. Ainsi, si les marchés émergents veulent signer un retour, de solides bénéfices seront déterminants. Les conditions sont réunies : la productivité et la population devraient croître, les bénéfices actuels et les niveaux de rentabilité sont plutôt faibles, et la fin de la pandémie redonnerait de l'élan à ces économies. De plus, la plupart des devises sont sous-évaluées, mais les perspectives sont moins claires à court terme. Les données économiques chinoises sont plutôt faibles actuellement (p. ex. croissance ralentie du crédit, mais un plancher semble atteint), et Pékin a nettement resserré la vis sur le marché immobilier et les sociétés technologiques. Depuis février, les actions de ces dernières (15% de l'indice MSCI Emerging Markets) ont sous-performé leurs pairs mondiaux de près de 50%. Ailleurs dans les pays émergents, la pandémie fait toujours rage et la vaccination ne décolle pas. Toute amélioration de ces indicateurs garantirait un mouvement vers une surpondération des actions des marchés émergents.

Devises

Resserrement précoce : l'USD et la GBP en verve

Etats-Unis

- Même si les données économiques américaines, notamment les chiffres de l'emploi en août, ont déçu en septembre et que l'inflation confirme son caractère transitoire argué par la Fed, celle-ci a clôturé sa réunion de septembre sur une note offensive (cf. texte principal).
- La hausse consécutive des rendements des obligations a fait s'affermir l'USD face à toutes les devises majeures et des marchés émergents, à l'exception notable du RUB et du CNY.
- La vigueur de l'USD devrait durer jusqu'à la fin de l'année grâce au carry du billet vert.

Zone euro

- En septembre, l'EUR a cédé 2% à l'USD, mais il a été stable face au CHF.
- L'Europe est gagnée par la poussée inflationniste surprise, et le bond du prix du gaz et de l'électricité viendra s'ajouter à l'inflation ces prochains mois.
- Comme cette hausse de l'inflation devrait être temporaire, la BCE ne devrait pas devenir offensive, et nous réitérons notre prévision négative sur l'EUR/USD.

Royaume-Uni

- Malgré des chaînes d'approvisionnement en pointillé, la Banque d'Angleterre prévoit une reprise continue et un resserrement de sa politique monétaire plus tôt que tard.
- Les taux de change n'y ont pas réagi : la paire GBP/EUR a évolué latéralement en septembre et la paire GBP/USD a reculé. Selon nous, celle-ci devrait renverser la vapeur au prochain trimestre.

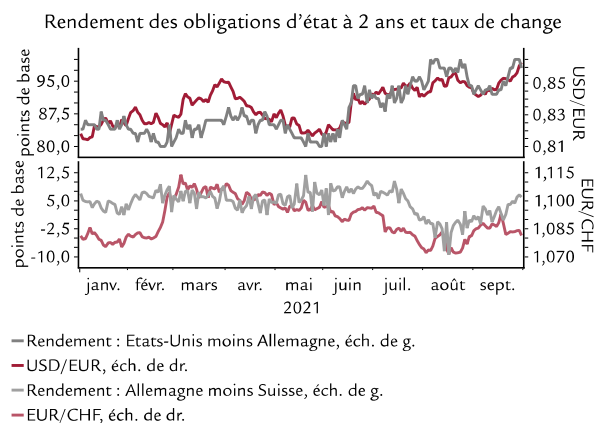
Suisse

- En septembre, la paire EUR/CHF a oscillé entre 1,08 et 1,09.
- Les différentiels de rendement entre la Suisse et l'Allemagne étant proches, et ils devraient le rester vu l'alignement des politiques monétaires de la BNS et de la BCE, nous restons neutres sur la paire EUR/CHF sur les trois prochains mois.

Japon

- Le JPY a cédé près de 1% à l'USD en septembre.
- Optimistes sur l'USD, nous le sommes également sur la paire USD/JPY pour le prochain trimestre.

Les différentiels de rendement portent les changes



MACROBOND

En septembre, les attentes du marché quant à la politique monétaire ont été motrices des marchés des changes. Même si on s'attendait globalement à ce que la Fed prépare les marchés à la réduction prochaine des rachats d'actifs (« tapering »), le ton offensif de la réunion de septembre du FOMC a tout de même surpris les investisseurs. En effet, les nouvelles projections de taux directeurs de la plupart des membres du FOMC font état d'un appétit pour des hausses plus tôt et plus importantes que prévu. La projection médiane actuelle pour la fin 2022 est une hausse de 25 pb, suivie de deux voire trois autres en 2023. Le rendement du T-Bond à 2 ans a ainsi culminé, celui des homologues européens a bien moins bougé, creusant le différentiel de taux (carry) et faisant baisser la paire EUR/USD. En effet, le carry explique largement les mouvements de la paire EUR/USD cette année (cf. graphique), et il devrait continuer de soutenir l'USD contre toutes les devises majeures. Le carry, ou son absence, reste le principal argument de notre position neutre sur la paire EUR/CHF. La seule devise majeure qui devrait s'apprécier face à l'USD est la livre sterling. Avec la Banque d'Angleterre passant à l'offensive et qui, selon nous, devrait augmenter son taux directeur dès le T1 2022, le rendement du Gilt à 2 ans a bondi au-dessus de son homologue américain, une première depuis 2015. Malgré cette transition du carry, la paire GBP/USD a connu un recul en septembre, un mouvement qui devrait s'inverser au moins partiellement au prochain trimestre.

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

Rendement : le dividende supérieur à l'obligation

Résumé

- Malgré la réduction du soutien de politique fiscale et monétaire, la croissance va rester solide sur les marchés développés. Marché immobilier chinois, politique américaine et possibilité d'hiver covid rigoureux sont des risques de court terme.
- Aux Etats-Unis, la pression inflationniste reflue ; en Europe, la hausse des prix de l'énergie ne devrait alimenter l'inflation que provisoirement.
- La récente correction côté actions et des bénéfices plus élevés ont fait légèrement baisser les valorisations. Le ratio P/E du MSCI All Country World est passé de 24 en début d'année à 19 dernièrement.
- Les rendements réels des obligations sont fortement négatifs et les écarts de crédit restent serrés.

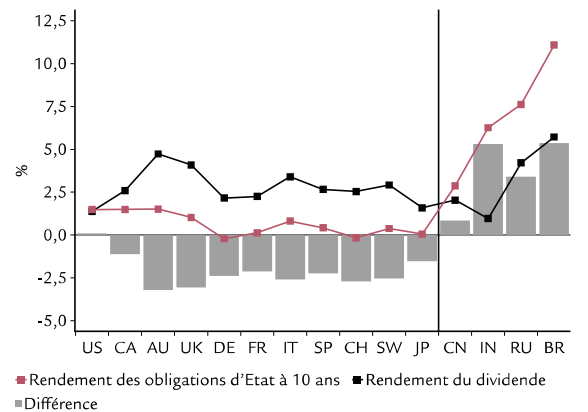
Taux d'intérêt et obligations

- Hausse de 30 à 50 pb des rendements des obligations d'Etat depuis les faibles niveaux de début août, alors que les écarts de crédit ont peu bougé.
- La Fed a annoncé que la réduction du rachat de titres pourrait commencer en novembre et le programme cesser mi-2022. La moitié des gouverneurs envisagent des hausses de taux dès l'an prochain.
- En termes relatifs, les obligations restent plus chères que les actions. Nous maintenons donc l'allocation de crédit largement neutre et la duration plus courte que les marchés dans nos portefeuilles.

Actions

- Données économiques faibles, troubles immobiliers chinois, hausse des rendements des obligations et incertitude politique américaine ont fait céder 4% aux marchés mondiaux en septembre.
- Les valorisations sont élevées, mais elles restent plus intéressantes que les obligations. Depuis début 2021, les premières sur le marché mondial ont reculé, car les bénéfices ont davantage progressé que les marchés. Elles restent toutefois supérieures aux moyennes historiques.

Rendements des obligations vs dividendes



Une approche très simple pour juger de l'attractivité relative des obligations et actions est de comparer le rendement. Historiquement, celui des emprunts est globalement plus élevé que celui du dividende. Aux Etats-Unis, le rendement moyen du T-Bond à 10 ans depuis 1970 est supérieur à 6%, contre 3% pour celui du dividende. Mais actuellement, le rapport est inversé sur la quasi-totalité des marchés développés, avec une différence de 2% ou plus dans de nombreux cas (cf. graphique). La situation est tout autre sur les marchés émergents, où le rendement d'une obligation est généralement plus élevé que celui du dividende. Comme presque tous les acteurs du marché, nous n'attendons qu'une faible hausse du premier. Les actions devraient donc rester plus intéressantes relativement, selon cet indicateur de valorisation (et bien d'autres).

Implications pour notre portefeuille

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

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.