

Juillet 2024

A retenir

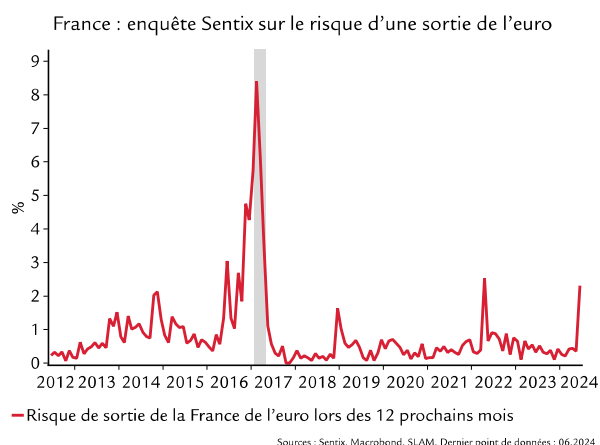
- Etats-Unis : repli de la consommation et de l'inflation, données contradictoires sur le front de l'emploi
- Europe : la consolidation des finances publiques revient sur le devant de la scène
- Chine : barrières commerciales et délocalisation de la production pourraient faire grimper l'inflation

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,3% ↓	2,3% ↓	1,7%	1,7%	3,2% ↓	3,2%	2,4%	2,4% ↑
Zone euro	0,6%	0,7% ↑	1,0%	1,4%	2,3%	2,4% ↑	1,9% ↓	2,0% ↑
Allemagne	0,1%	0,2%	1,0%	1,2% ↑	2,3%	2,4%	1,9%	2,0%
France	1,0% ↑	0,9% ↑	1,0%	1,2%	2,1% ↓	2,5%	1,4% ↓	1,9% ↑
Italie	0,9% ↑	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%	1,4% ↓	1,9%	1,8%
Espagne	2,0%	2,1% ↑	1,5%	1,9% ↑	3,1% ↑	3,1%	2,1%	2,1% ↓
Royaume-Uni	0,8%	0,6% ↑	1,0%	1,1%	2,8% ↓	2,6% ↑	2,3% ↓	2,3% ↑
Suisse	1,3% ↑	1,3% ↑	1,0%	1,6%	1,2%	1,3%	0,5% ↓	1,1%
Japon	0,1%	0,3% ↓	0,7%	1,2%	2,2%	2,6% ↑	1,5%	2,0% ↑
Chine	4,9%	5,0% ↑	4,4%	4,4%	0,6%	0,6% ↓	1,8%	1,5%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 juin 2024

Graphique du mois



La dissolution de l'Assemblée nationale par Emmanuel Macron a plongé les marchés financiers dans l'incertitude. Un maintien de la majorité existante est peu probable. Pour situer les potentielles futures majorités, il faut noter que même le Rassemblement National ne mise plus sur une sortie de l'euro. Contrairement à la campagne précédant les élections présidentielles de 2017, la crainte d'un effondrement de l'Union monétaire semble peu d'actualité. En revanche, la consolidation du budget de l'Etat sera probablement encore repoussée, quel que soit le scénario. La prime de risque accrue sur les obligations d'Etat françaises devrait perdurer pour le moment.

Etats-Unis

Un verre à moitié plein ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,3%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

Lors de sa conférence presse de juin, Jerome Powell, président de la Fed, a souligné à plusieurs reprises la vigueur de l'économie et de l'emploi américains. La Réserve fédérale américaine voit le verre à moitié plein pour les données économiques. Les enquêtes montrent en effet une divergence importante entre des entreprises confiantes et des ménages inquiets. Ce constat se retrouve dans les chiffres « durs » : les ventes au détail sont jusqu'ici globalement en recul au 2^e trimestre, et ce sur une base nominale. Les chiffres du marché de l'emploi sont également contradictoires : en mai, les entreprises ont annoncé des créations d'emplois étonnamment nombreuses, alors que les ménages faisaient état d'une activité en repli et d'un taux de chômage en hausse. Ce dernier est surtout porté par le chômage des jeunes et reste – en comparaison à long terme – faible. Nous sommes toutefois étonnés de l'interprétation optimiste de la Fed. Et ce d'autant plus que les critiques de la qualité des données des enquêtes auprès des entreprises (emplois non agricoles ou « non-farm payrolls ») s'amplifient. En moyenne, plus de 100 000 emplois sont ajoutés chaque mois à titre de correction pour les créations d'emplois présumées des entreprises nouvellement fondées et qui ne peuvent pas encore être interrogées. En période de ralentissement économique, comme nous l'observons actuellement, la création d'entreprise est moins vive. Ces chiffres sont donc potentiellement trop optimistes.

Inflation

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

Nous pensons que les signes d'un ralentissement vont se renforcer au 3^e trimestre et que la Fed procèdera à une première baisse de taux en septembre. Le net repli de l'inflation en mai, généralisé, va y aider. Les prix des services (hors énergie et logement), sensibles à la conjoncture, ont même reculé pour la première fois depuis 32 mois.

Zone euro

Un premier pas prudent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,4%

Mi-juin, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 pb, conformément aux attentes, mais la suite est moins certaine. Dans sa communication après sa décision, la BCE est restée prudente, n'a pas livré d'indications sur la future trajectoire des taux et a fait savoir que les prochaines baisses dépendraient des données. Les Etats fortement endettés en particulier espèrent de nouveaux assouplissements. La Commission européenne vient de lancer une procédure pour déficit public excessif à l'encontre de sept pays, car leur déséquilibre budgétaire excédait les 3% de PIB en 2023 : Italie (7,4%), Hongrie (6,7%), France (5,5%), Pologne (5,1%), Malte (4,9%), Slovaquie (4,9%) et Belgique (4,4%). La République tchèque (3,7%), l'Espagne (3,6%) et l'Estonie (3,4%) affichaient également un déficit public supérieur à 3% en 2023, mais ont échappé à la procédure en raison de facteurs spécifiques. L'ampleur précise de la réduction du déficit structurel dans ce cadre demeure inconnue, car jusqu'en 2027, une partie des dépenses d'intérêts, actuellement plus élevées, ne seront pas prises en compte dans les calculs. L'arsenal disciplinaire de la Commission en cas de non-respect de la trajectoire de réduction est plutôt limité. Toutefois, la débâcle de Liz Truss en 2022 et, dernièrement, la vive hausse de la prime de risque sur les obligations souveraines françaises ont démontré que les marchés financiers sont prompts à exécuter leur sentence, et qu'elle peut être douloureuse.

Inflation

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

En mai, l'inflation globale a légèrement augmenté, à 2,6%, et la sous-jacente à 2,9%. Si la hausse de la première était attendue, celle de la seconde est inattendue, les marchés tablant sur un taux inchangé à 2,7%. Une fois de plus, l'inflation tenace des prix des services en est la cause. L'inflation des biens de consommation de base a en revanche poursuivi son recul en mai.

Allemagne Un goût d'inachevé

Croissance du PIB

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

Après le rebond en janvier et février, la production industrielle a de nouveau reculé en mars et en avril, principalement à cause du secteur de la construction et de la production dans les branches très gourmandes en énergie. Si la construction peut continuer de se réjouir de taux un peu plus faibles, l'effet du repli des prix de l'énergie et de la prolongation des allègements fiscaux pour les fabricants à haute consommation d'énergie semble déjà s'estomper. Dans les enquêtes, les entreprises signalent toujours une dégradation de la compétitivité internationale. C'est un fait : par rapport à la concurrence venue de Chine et des Etats-Unis notamment, l'industrie allemande reste confrontée à une énergie bien plus chère. Les droits de douane récemment annoncés par Bruxelles et frappant les véhicules électriques chinois ne devraient pas beaucoup soulager l'industrie allemande. Les constructeurs chinois peuvent aisément les absorber en réduisant leurs marges. Mais en rétorsion, la Chine a menacé d'augmenter les droits de douane sur les grosses cylindrées et a déjà ouvert en mai une enquête antidumping dans les polymères techniques. Deux secteurs allemands majeurs s'exposent donc à des mesures de riposte. Dans ce contexte, les résultats des dernières enquêtes dans l'industrie se dégradent à nouveau et ont surpris par l'ampleur de leur chute. L'essor industriel est-il déjà terminé, avant même d'avoir réellement commencé ?

Inflation

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

En début d'année déjà, nos prévisions tablaient sur une amélioration contenue plutôt qu'un essor franc de l'industrie. Nous pensons plutôt que la hausse des salaires réels soutiendra la consommation au cours du 2^e semestre. En mai, l'inflation s'est élevée à 2,4% et la croissance des salaires à environ 5%. Ainsi, la hausse des salaires réels – comparée à l'année précédente – est positive pour le troisième mois de rang.

France Une tragédie grecque

Croissance du PIB

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

A quelques semaines de l'ouverture des Jeux olympiques à Paris, la politique française joue une pièce inattendue, autre héritage de la Grèce antique. Malgré toute l'agitation à propos de la future majorité à la chambre basse, la participation de la France aux institutions européennes ne fait aucun doute. Une redite de la crise des dettes souveraines de la zone euro de 2012 n'est donc pas à l'ordre du jour. En revanche, il ne faut pas non plus s'attendre à ce qu'Emmanuel Macron émerge du scrutin à deux tours tel un *Deus ex machina*. Force est pourtant de constater que ses réformes du marché du travail des dernières années portent leurs fruits et que le pays jouit d'un fort potentiel d'attraction pour les investissements directs étrangers. En matière de transformation numérique également, la France tire mieux son épingle du jeu que les autres grands pays européens. De plus, un rebond cyclique commence à se dessiner. C'est ce qui se dégageait des enquêtes auprès des ménages comme du moral des entreprises jusqu'en mai. Pour juin, seules des données préliminaires pour les PMI sont disponibles. Les valeurs sont intéressantes, car relevées après les élections européennes. Fait positif, les entreprises ont indiqué que la baisse des coûts de financement se traduisait déjà dans l'économie réelle. En revanche, l'activité est en repli côté prestataires.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,4%	2025 : 1,9%

Etant donné que certaines promesses de campagne portent sur la hausse du pouvoir d'achat grâce à une baisse de la TVA, prévoir l'inflation est devenu un exercice délicat. Par rapport au mois précédent, nous intégrons deux nouvelles données : dès juillet 2024, la hausse du prix du gaz va peser sur le budget des ménages. Mais d'autre part, une baisse de la facture d'électricité, supérieure à 10%, se dessine à l'horizon février 2025.

Italie

Superbonus et super déficit

Fratelli d'Italia, le parti de Giorgia Meloni, a remporté le scrutin européen avec 29% des suffrages, améliorant ainsi de 3% son score des élections législatives en 2022. La présidente du Conseil profite de l'évolution économique favorable, qui repose toutefois sur des dépenses publiques qui atteignent des sommets. La pression à la consolidation budgétaire progresse toutefois : en juin, la Commission européenne a lancé une procédure pour déficit excessif, et les primes de risque sur les obligations souveraines italiennes ont augmenté après les élections européennes. Le facteur clé du déficit est le « superbonus », une incitation fiscale à la rénovation énergétique des bâtiments. Une étude de la Banca d'Italia publiée en juin attribue toutefois de mauvaises notes au programme : entre 2021 et 2023, il a coûté quelque 170 milliards d'euros, soit 3% du PIB par an. Les auteurs estiment toutefois qu'environ 25% des investissements auraient été réalisés sans subvention (effets d'aubaine) et l'effet multiplicateur fiscal est inférieur à un. En résumé, 1 euro de subvention a généré moins de 1 euro de création de valeur.

Espagne

En tête du groupe

Il n'y a pas qu'au football que l'Espagne devance l'Italie, c'est aussi vrai dans l'industrie. Sa production industrielle a dépassé celle de l'Italie et n'est plus 2,5% en dessous du niveau pré-covid. Certes, l'industrie italienne a été la première des quatre grandes économies de l'UEM à retrouver un niveau de production similaire pré-covid. Mais après un nouveau repli en avril, elle s'inscrit à 4% en deçà de ce dernier. Dans les enquêtes également, un fossé se creuse entre les deux industries d'Europe méridionale. Et c'est encore l'Espagne qui gagne. Tandis que le PMI du secondaire est toujours inscrit sous les 50 points en Italie, de l'autre côté des Pyrénées, il a amplement dépassé ce seuil en mai. Les entreprises espagnoles font état d'une hausse des embauches, de la production et des commandes. L'Espagne continue de profiter des moyens alloués par le fonds NextGenerationEU. En outre, le pays pourrait tirer profit des droits de douane européens sur les véhicules électriques chinois. Le constructeur chinois Chery a par exemple annoncé l'implantation d'une usine à Barcelone et la rumeur voudrait que BYD produise bientôt ses batteries en Espagne.

Suisse

Prévisions divergentes pour 2025

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,3%	2024 : 1,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,6%

Selon les séries de données à haute fréquence disponibles, la dynamique conjoncturelle s'est encore raffermie au 2^e trimestre. En mai, l'indice mensuel de la conjoncture du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a atteint son niveau le plus élevé depuis décembre 2022. Véhiculée par les taux hypothécaires en repli, la baisse de taux directeur de la BNS en mars a déjà atteint l'économie réelle. La seconde baisse adoptée en juin va réduire un peu plus les coûts de financement pour les investisseurs en Suisse. De notre point de vue, l'orientation de politique monétaire de la BNS n'est plus restrictive. Désormais, c'est une reprise de la demande mondiale qui devra stimuler la conjoncture en Suisse. Dès le début de l'année, nous estimions que les troubles géopolitiques croissants allaient limiter le potentiel de reprise à moyen terme. En France, l'incertitude en matière de politique économique est palpable. En Europe, nous prévoyons – dans le meilleur des scénarios – un retour à des taux de croissance proches du potentiel. Cette prévision relativement prudente explique également pourquoi notre prévision de croissance du PIB suisse pour l'année à venir est nettement inférieure à celle du consensus.

Inflation

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

Notre prévision d'inflation pour 2025 diffère elle aussi considérablement de celle du consensus. Cela s'explique par un repli de la dynamique conjoncturelle dans notre scénario de croissance, une baisse des prix attendue côté fournisseurs d'électricité et des loyers des baux existants qui n'augmenteront pas. Nous prévoyons également que la récente appréciation du franc suisse face à l'euro se poursuive. La pression de l'inflation importée devrait donc refluer lors des mois à venir.

Royaume-Uni

Victoire annoncée du Labour

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,6%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Ces dernières semaines, la campagne électorale a connu un coup d'accélérateur. Les derniers sondages donnent toujours une large avance au Labour face au Conservative Party, de plus de 20 points de pourcentage. Avec la publication des manifestes, tous les détails des programmes sont connus. Tandis que les Tories se concentrent sur des thématiques comme la sécurité et les impôts, le Labour met l'accent sur des mesures stimulant la croissance. L'objectif affiché du Labour est de parvenir à la croissance durable la plus élevée parmi les Etats membres du G7. Pour ce faire, il ambitionne une série de réformes côté offre, une sécurité économique et une priorité donnée aux investissements. Ces derniers sont notamment concentrés dans le secteur des infrastructures, et plus précisément sur les énergies renouvelables. La construction de logements est également au menu. Financer ces dépenses sera une gageure, car le budget britannique est déjà fortement sous pression. Le Labour propose plusieurs sources de recettes, comme un impôt sur les bénéfices perçus sur le pétrole et le gaz, l'assujettissement à la TVA des écoles privées et la lutte contre l'évasion fiscale des multinationales en particulier. Autre défi de taille, celui de réanimer l'investissement privé dans la formation, la technologie et la construction. Pour passer à l'action, les entreprises doivent être convaincues de perspectives économiques stables, ce qui exige une plus grande confiance dans les acteurs politiques.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%
2025 : 2,3%	2025 : 2,3%

En mai, l'inflation a temporairement atteint l'objectif de la banque centrale (2,0%). Mais l'inflation côté services demeure tenace. Le marché estime que la Banque d'Angleterre pourrait procéder à une baisse de taux cette année. Conjuguée à une hausse des salaires réels, cette mesure pourrait encourager la consommation des ménages, que nous attendons en amélioration en cours d'année.

Chine

Changement d'échelle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,9%	2024 : 5,0%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

L'économie chinoise affronte des défis considérables. Des mesures de relance ont certes été introduites en mai pour le secteur immobilier – dont une nouvelle baisse des taux hypothécaires, une réduction des exigences de capitaux propres et l'exhortation des gouvernements locaux à acquérir le parc immobilier excédentaire. Pourtant, les indicateurs du marché enregistrent une nouvelle contraction, alors que le niveau était déjà faible. Outre les droits de douane américains sur plusieurs produits high tech chinois, la Commission européenne a annoncé une majoration moyenne de 21% de son tarif sur les véhicules électriques. Ces barrières douanières vont ralentir la croissance du secteur en Chine, mais ne la stopperont pas. Les constructeurs automobiles chinois, qui vendent déjà leurs produits en Europe bien plus cher que sur le marché local, peuvent baisser leurs prix pour absorber une partie des droits de l'UE. De plus, ils vont renforcer la production locale pour contourner l'obstacle douanier et étendre leurs parts de marché. Toutefois, l'aggravation des différends commerciaux et la localisation de la production vont augmenter la structure de coûts – ce qui étendra selon nous un taux d'inflation supérieur par rapport à l'ère pré-covid.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,6%
2025 : 1,8%	2025 : 1,5%

En mai, l'inflation est restée inchangée, à un faible niveau de 0,3%. Le pouvoir de fixation des prix pour les biens et services demeure faible, car la demande intérieure ne suit pas le tempo de la production. Nous prévoyons que l'inflation bascule en territoire positif cette année, tout en restant faible.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Troisième trimestre 2024

A retenir

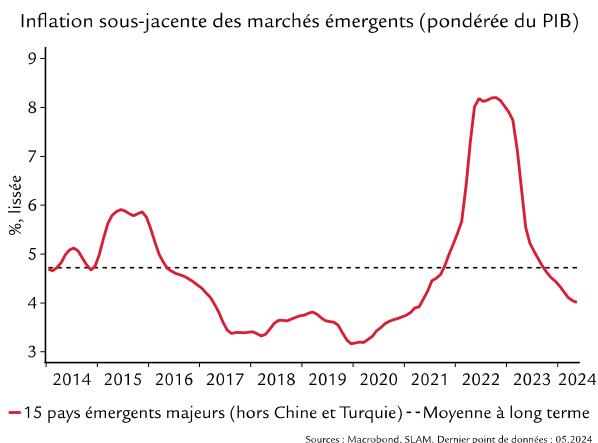
- La dynamique économique reste solide dans les pays émergents, mais les risques politiques s'avancent
- Outre la faiblesse du secteur immobilier, la Chine fait face à des droits de douane supplémentaires
- Perspectives économiques inchangées malgré les surprises électorales (Afrique du Sud, Inde et Mexique)

En un chiffre

100%

Les barrières mondiales au commerce se multiplient. L'administration Biden a imposé des droits de douane sur toute une série de produits chinois, dont 100% sur l'importation de véhicules électriques. En parallèle, la Commission européenne a annoncé des tarifs majorés en moyenne de 21% sur ces mêmes véhicules. A moyen terme, cela compliquera les efforts de la Chine pour utiliser les produits high tech comme relais de croissance, mais ne les arrêtera pas. De plus, les barrières aux échanges induisent une localisation plus importante de la production, ce qui n'est pas sans coût. De quoi étayer notre hypothèse d'un environnement où l'inflation est plus élevée qu'avant le covid.

En un graphique



L'inflation dans les pays émergents continue de reculer et dans certains cas, a déjà atteint l'objectif de la banque centrale concernée. Le taux d'inflation sous-jacente agrégé, excluant les prix de l'alimentation et de l'énergie, est déjà revenu au niveau pré-covid dans 15 grands pays émergents (voir ci-contre). Nous avons exclu la Chine et la Turquie de cette agrégation en raison de leur position actuelle - particulière - vis-à-vis de l'inflation.

Economie domestique en forme

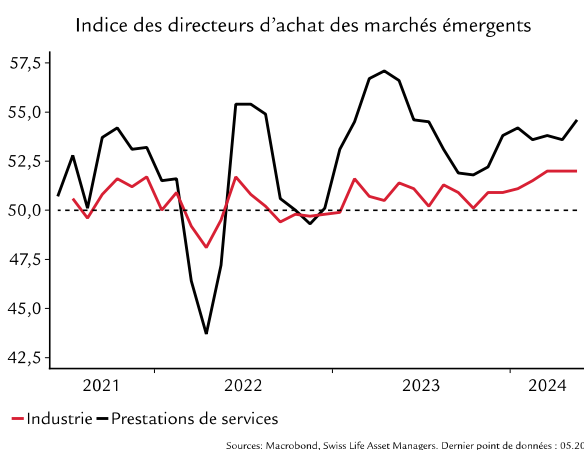
Au 1^{er} semestre 2024, la conjoncture intérieure des pays émergents a fortement contribué à la croissance. La consommation en Asie du Sud-Est et dans de larges parts de l'Amérique latine a livré une bonne surprise. Une situation qui s'explique par des conditions favorables sur le marché du travail et une inflation en repli, qui augmente le revenu réel disponible. De plus, le recul des taux d'inflation a permis aux banques centrales des pays émergents de baisser leurs taux avant la Fed, instaurant un environnement propice à l'investissement. Par conséquent, le PMI de l'industrie et celui des services dans les pays émergents ont progressé dans l'ensemble, et s'inscrivent nettement au-dessus du seuil des 50 points qui sépare croissance et contraction. Après une croissance du PIB étonnamment forte au 1^{er} trimestre, ces évolutions sont de bon augure pour les chiffres du PIB du 2^e trimestre publiés prochainement.

Chine : plus de droits de douane

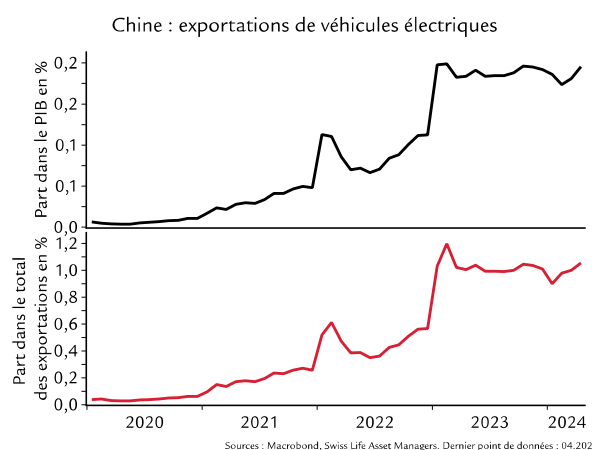
L'économie chinoise affronte des défis considérables. Des mesures de relance ont certes été introduites en mai pour le secteur immobilier – dont une nouvelle baisse des taux hypothécaires, une réduction des exigences de capitaux propres et l'exhortation des gouvernements locaux à acquérir le parc immobilier excédentaire. Pourtant, les indicateurs du marché enregistrent une nouvelle contraction, alors que le niveau était déjà faible. Lors des cinq premiers mois de 2024, l'investissement immobilier a chuté de plus de 10%, alors que

les ventes se sont effondrées de plus de 30% par rapport à 2023. Malgré ces difficultés, notre prévision de croissance du PIB pour cette année – 4,9% – reste relativement constructive. Certains secteurs permettent d'étayer cette solidité. L'investissement en infrastructures demeure une poutre maîtresse de la croissance. En outre, l'investissement massif dans la production high tech comme nouveau relais de croissance a donné d'excellents résultats. Toutefois, le secteur reste menacé par des barrières commerciales. Les Etats-Unis ont introduit des droits de douane sur de nombreux produits chinois (semi-conducteurs, batteries lithium-ion, cellules photovoltaïques, véhicules électriques...). Très élevés, ces droits sont de 100% sur les voitures électriques, excluant *de facto* les produits concernés du marché américain. En parallèle, la Commission européenne a annoncé des tarifs majorés en moyenne de 21% sur ces mêmes véhicules. Ces barrières douanières vont ralentir la croissance du secteur en Chine, mais ne la stopperont pas. Les constructeurs automobiles chinois, qui vendent déjà leurs produits en Europe bien plus cher que sur le marché local, peuvent baisser leurs prix pour absorber une partie des droits de l'UE. De plus, ils vont renforcer la production locale pour contourner l'obstacle douanier et étendre leurs parts de marché. Toutefois, l'aggravation des différends commerciaux et la localisation de la production vont augmenter la structure de coûts – ce qui étaiera selon nous un taux d'inflation supérieur par rapport à l'ère pré-covid.

Graphique 1 : Les PMI restent orientés vers une croissance solide



Graphique 2 : Vive hausse des exportations de véhicules électriques – mais faible poids dans l'économie

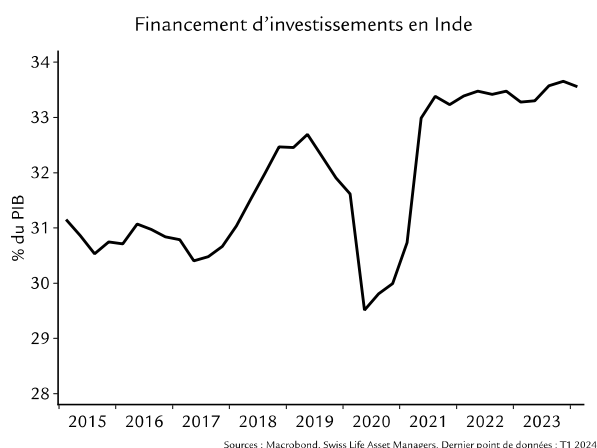


Afrique du Sud, Inde et Mexique : urnes surprises

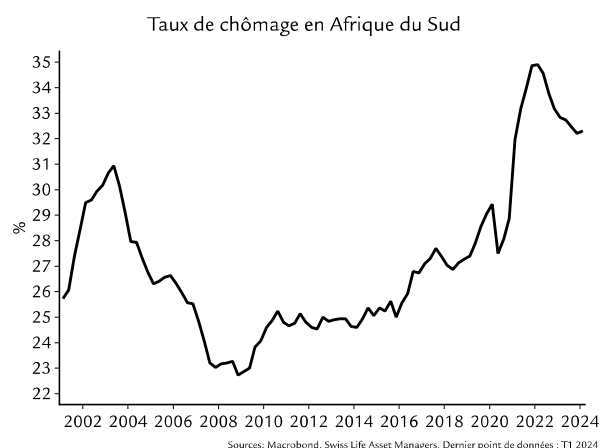
L'année électorale a été plutôt mouvementée jusqu'ici, avec des résultats surprenants en Afrique du Sud, en Inde et au Mexique. Malgré une phase de transition agitée où les nouveaux exécutifs vont fixer leur orientation définitive, notre perspective à moyen terme reste inchangée pour ces pays. *En Inde*, le BJP de Narendra Modi a échoué à obtenir la majorité absolue au Parlement. Si la coalition NDA menée par le BJP va rester aux commandes, sa position est affaiblie. A court terme, le risque est que le parti se tourne vers des mesures de dépenses populistes, redorant son image auprès de la population, mais pénalisant les finances publiques. Le nouvel exécutif affiche toutefois une grande continuité politique, la plupart des ministres, dont les quatre principaux, restant en poste. Cela laisse supposer que les principales orientations des réformes demeureront inchangées. Parmi elles figurent l'extension des infrastructures et l'amélioration du pôle productif en vue de saisir les opportunités résultant des tendances au « friend-shoring ». Ces facteurs favorisent notre prévision positive pour la grande économie à la croissance la plus rapide du monde. *En Afrique du Sud*, l'ANC au pouvoir depuis 30 ans a perdu sa majorité pour la première fois en n'obtenant que 40% des voix. Ce résultat reflète l'incapacité du parti à traiter efficacement les problèmes économiques du pays. En Afrique du Sud, le taux de chômage est supérieur à 30% et la croissance du PIB est atone, avec une moyenne de 1% ces dix dernières années. Une situation imputable

au déficit d'investissement, aux pannes de courant fréquentes, ainsi qu'à la corruption généralisée et à la criminalité. Les partis politiques du pays se sont accordés pour former un gouvernement de coalition, composé de l'ANC, du DA – principal parti d'opposition favorable au marché – et trois autres petites formations. Dans un scénario optimiste, le DA pourrait être l'initiateur d'une dynamique de réformes plus soutenue. Toutefois, la prise de décision au sein de la coalition pourrait être compliquée par des divergences idéologiques. Nous demeurons donc prudents quant aux perspectives économiques du pays. *Au Mexique*, Claudia Sheinbaum du parti de gauche au pouvoir a remporté une victoire impressionnante, s'assurant une majorité des deux tiers à la chambre basse et passant près – pour une poignée de sièges – de faire de même à la chambre haute. L'ampleur de cette victoire et du mandat porte un risque: le parti pourrait approuver la révision constitutionnelle voulue par le président sortant, du même parti, qui comprend une réforme judiciaire controversée, susceptible d'affaiblir le cadre institutionnel du pays. Toutefois, il semble que Claudia Sheinbaum, scientifique spécialisée dans le climat, adopte une approche davantage technocratique que son prédécesseur. Elle a promis de gérer les finances de manière responsable, de laisser en poste l'estimé ministre des Finances et de soutenir l'investissement privé. Une promesse qui semble fiable, dans la mesure où dans sa précédente fonction de maire de Mexico, elle a promu les partenariats publics-privés. Les risques à court terme portent donc sur des aspects institutionnels – et à moyen terme, la position de la présidente pourrait s'avérer bénéfique.

Graphique 3 : Le gouvernement indien va continuer de promouvoir l'investissement en infrastructures



Graphique 4 : Le nouvel exécutif sud-africain fait face à une multitude de difficultés économiques



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juillet 2024

Taux d'intérêt et obligations

Retour de la volatilité des écarts

Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Juin 2024*	Year-to-date*	Actuel	Juin 2024*	Year-to-date*
US	4,3%	-17 pb	45 pb	94 pb	9 pb	-5 pb
Zone euro	2,5%	-21 pb	43 pb	120 pb	12 pb	-18 pb
UK	4,1%	-19 pb	60 pb	124 pb	10 pb	-15 pb
CH	0,6%	-29 pb	-9 pb	83 pb	6 pb	1 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne, pb = points de base.
* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Des données macroéconomiques décevantes, une conjoncture toujours en forme.
- La dynamique ralentissant, la probabilité de baisses de taux en 2024 augmente. La Fed devrait en effectuer deux cette année.

Zone euro

- Plancher pour la dynamique économique – et prévision du consensus pour la croissance du PIB en 2024 revue à la hausse depuis mai.
- Comme prévu, la BCE a baissé son taux directeur en juin, restant vague pour la suite. Relèvement des prévisions d'inflation pour 2024 et 2025. Nous attendons deux autres baisses cette année.

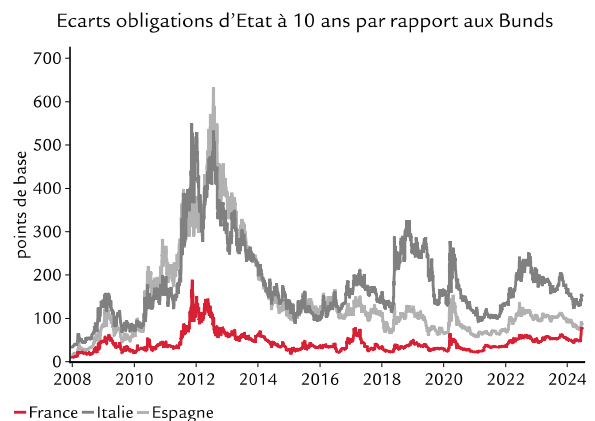
Royaume-Uni

- La prévision du consensus de croissance du PIB a été relevée par rapport à mai, grâce à de bonnes surprises.
- Malgré un rebond de l'économie et une inflation des services toujours élevée, la Banque d'Angleterre devrait signer deux baisses de taux cette année.

Suisse

- Inflation sous-jacente inférieure aux attentes. L'appréciation du CHF a nourri la tendance baissière de l'inflation.
- Le 20 juin, la BNS a abaissé son taux directeur de 25 pb, ainsi que ses prévisions d'inflation. Selon nous, pas d'autre baisse à l'horizon en 2024.

Retour de la volatilité des écarts



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2024

Réagissant aux élections européennes et à la dissolution inattendue en France, les écarts sur la dette d'Etat française se sont nettement creusés et sont au plus haut depuis 2013. Cela traduit le risque politique élevé : une victoire de l'extrême droite ou de la gauche au scrutin à deux tours (30 juin et 7 juillet) rendrait la consolidation budgétaire encore plus improbable. La prise de décisions au niveau national comme de l'UE se corserait. Trois bons points se dégagent pour les investisseurs en crédit. Primo, les rendements absolus investment grade (IG) et high yield (HY) sont supérieurs à la moyenne à 10 ans. Secundo, les probabilités de récession à court terme aux Etats-Unis et dans l'UE restent faibles. Tertio, Fed et BCE devraient à nouveau baisser leurs taux en 2024. Côté négatif, la demande de crédit est forte et les écarts, inférieurs à la moyenne à 10 ans, notamment aux Etats-Unis. Les écarts européens sont plus marqués en raison de la plus forte exposition aux risques (géo)politiques. Nous restons neutres sur le crédit IG (USD et EUR) et le crédit HY en USD. Nous visons un creusement pour le crédit HY EUR. Baisse du rendement de la dette souveraine en Europe et aux Etats-Unis, et évolution latérale en Suisse sont prévues au T3. La forte volatilité des taux américains souligne le risque d'inflation et de baisse de taux de la Fed.

Actions

Encore un bon mois

Aperçu de la performance des marchés des actions

	Juin 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	3,8%	14,9%
Zone euro	-1,9%	9,0%
Royaume-Uni	-0,3%	8,6%
Suisse	-0,1%	8,9%
Marchés émergents	3,8%	7,4%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Le marché a poursuivi sur sa trajectoire haussière en juin. Proche de 15% depuis janvier, la performance est très supérieure à notre estimation haute de 7% pour 2024.
- Les bons résultats trimestriels et la révision à la hausse des prévisions de bénéfices ont principalement porté le marché.
- Comme l'an dernier, la performance depuis le début de l'année varie fortement selon les styles et les secteurs. Les titres de valeur ont gagné 7,3%, ceux de croissance, 22,2%. En hausse de 24,9%, le style momentum est le plus performant depuis janvier. Le rallye reste l'apanage des très grandes capitalisations, alors que les petites ne progressent que de 0,9%.
- Le marché américain est cher, et sa valorisation reste bien supérieure à celle de tous les autres.

Zone euro

- L'annonce de législatives anticipées en France après la victoire de l'extrême droite aux élections européennes a pesé sur les titres européens.
- La valorisation du marché est quasi neutre.

Royaume-Uni

- En amont des élections générales du 4 juillet, le marché britannique clôt le mois en léger repli.
- Il profite toujours d'une faible valorisation.

Suisse

- Les actions suisses ont fait mieux que les européennes avec la nouvelle baisse surprise des taux par la BNS.
- Ce marché est le plus cher, derrière l'américain.

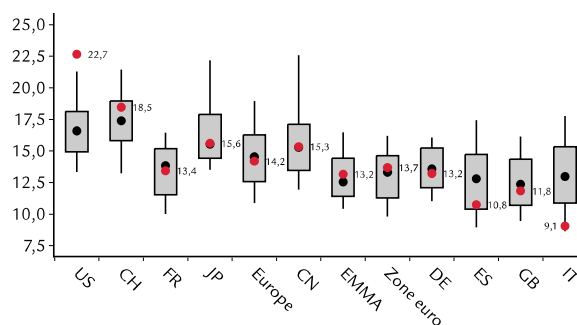
Marchés émergents

- Tableau hétéroclite : le marché chinois rebondit de +6,9% depuis janvier, le brésilien signe -18%.

Analyse de l'environnement de marché

Alors que nous arrivons à la mi-temps de l'année, il est l'heure d'évaluer le potentiel du marché pour le 2^e semestre. Depuis janvier, les actions mondiales gagnent 14%, largement au-dessus de notre prévision de 4%-7%. Pour la suite, nous voyons des aspects positifs comme négatifs. Côté négatif, les indicateurs de valorisation (surtout américains) sont élevés et l'attractivité relative face aux obligations est faible. L'actuel ratio cours/bénéfice (prévisionnel) aux Etats-Unis est dans le top 5% des 20 dernières années (voir graphique). En outre, le contexte monétaire reste restrictif. Selon nous, les taux d'intérêt élevés finiront par avoir un effet plus marqué sur les prix et les valorisations. En outre, les risques géopolitiques restent élevés ; l'élection présidentielle américaine pourrait attiser la volatilité. Enfin, le marché des actions est porté par une poignée de titres américains de la tech et n'a pas encore connu de baisse importante en 2024.

Valorisations des actions (ratio cours/bénéfice prévisionnel)



● Valeur actuelle ● Médiane (période de 01.2004 à 05.2023)
● Plage normale (25e-75e quintile), plage large (10e-90e percentile)

Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 26.06.2024

Côté positif : dynamique des bénéfiques, assouplissement monétaire allié à une faible probabilité de récession mondiale, et élan solide. Au T1, les bénéfiques ont dépassé les attentes, déclenchant des révisions à la hausse des prévisions des analystes. Vu le ralentissement de l'économie américaine, les 10% de croissance des bénéfices attendus ces 12 prochains mois sont très optimistes. La BNS et la BCE ont entamé leur cycle d'assouplissement sur fond de croissance atone et d'inflation en repli. La Fed devrait leur emboîter le pas dans l'année. Généralement, le marché réagit très bien à une baisse des taux dans un environnement non récessionniste. La forme olympique de l'IA et des mégacapitalisations pourrait durer et s'étendre aux titres de valeur ou des petites capitalisations. Au T3, nous restons globalement neutres sur les actions.

Devises

Le billet vert étend son règne

Aperçu des principales devises

	Juin 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-1,5%	-3,2%	↘
EUR/CHF	-2,1%	3,2%	→
GBP/USD	-0,9%	-0,9%	↘
USD/JPY	2,2%	14,0%	↗

* Variation au 26 juin. Source : Bloomberg

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, le billet vert gagne 1% en juin. Parmi les grandes devises, seuls la SEK, le CHF, l'AUD et le rand sud-africain (ZAR) ont surperformé l'USD.
- Sa vigueur devrait se maintenir au T3 2024, grâce à l'avantage de carry et aux risques (géo)politiques à l'horizon (voir texte principal).

Zone euro

- Pondéré des échanges, l'EUR cède 1% en juin, sur fond de hausse de la prime de risque, conséquence de la vague populiste aux élections européennes et de la convocation surprise de législatives anticipées en France.
- L'EUR devrait rester sous la pression de l'USD. Nous sommes neutres sur la paire GBP/CHF.

Royaume-Uni

- La livre a conservé son flegme à l'approche des élections générales, restant stable en juin sur une base pondérée des échanges.
- Dans la logique d'une vigueur de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD.

Suisse

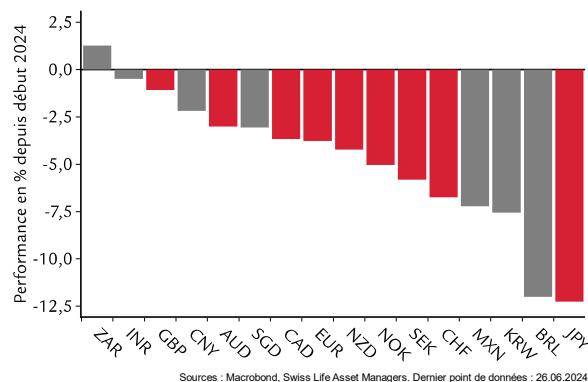
- Le CHF s'est fortement apprécié face à l'EUR en raison de l'accès de tensions politiques en Europe. Toutefois, la baisse de taux par la BNS le 20 juin, pas totalement intégrée par les marchés, a réussi à inverser la tendance en toute fin de mois.
- Au niveau actuel, nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF pour le prochain trimestre.

Japon

- Le JPY reste le bonnet d'âne cette année, la paire USD/JPY passant même la barre des 160 yens fin juin, un niveau inédit depuis 1986.
- La Banque du Japon ne semblant pas entamer de resserrement sérieux, cela devrait s'aggraver.

1^{er} semestre 2024 : l'USD bat presque tout le monde

Performance 2024 face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Les six premiers mois de 2024 sont passés, le moment est idéal pour analyser l'évolution des devises depuis janvier. Le graphique ci-dessus indique qu'à l'exception du rand sud-africain (ZAR), toutes les grandes devises ont cédé du terrain à l'USD. Le ZAR a profité d'une appétence au risque des marchés financiers, de la hausse des prix des matières premières ainsi que d'une baisse de la prime de risque du pays. En effet, l'ANC a perdu sa majorité absolue et formé une coalition avec le parti d'opposition DA et trois autres petites formations, favorables au marché. Globalement, nous voyons « le retour du roi dollar » en 2024 après une année 2023 difficile, comme nous l'écrivions dans notre perspective annuelle de janvier.

Notre vision d'une vigueur structurelle de l'USD ne change pas, tout du moins pour le prochain trimestre. Même si l'économie américaine va sûrement ralentir quelque peu au S2 2024 – ouvrant la voie à une première baisse de taux par la Fed – la baisse de l'inflation semble plus avancée dans la plupart des marchés développés et émergents. Cela plaide pour un différentiel de taux inchangé, voire croissant. Cet avantage de carry devrait continuer de porter l'USD, en plus de l'incertitude (géo)politique et du risque d'un conflit commercial envenimé, que Donald Trump ou Joe Biden s'impose (des droits de douane plus élevés sont généralement favorables à l'USD). L'USD devrait aussi s'apprécier face au CHF, le différentiel de taux d'intérêt s'étant creusé après les deux baisses de taux directeur de la BNS au S1 2024.

Allocation d'actifs

Beau temps avec risque d'orage

Synthèse

- Juin n'a pas été avare de surprises, météorologiques, politiques et financières.
- Tandis que les taux d'intérêt ont un peu reculé, leur volatilité demeure. En parallèle, les écarts se sont légèrement creusés. La baisse surprise du taux directeur de la BNS a porté les obligations en CHF. La hausse des écarts peut s'expliquer par la liquidation forcée du portefeuille obligataire en devises d'une banque japonaise, causant des pertes substantielles affectant sa base de capitaux propres. Cet incident isolé n'a pas contaminé le système bancaire national ou mondial.
- Les marchés des actions sont marqués par une immense diversité, Etats-Unis et Asie en tête, alimentés par l'essor de l'IA. A contrario, la zone euro et le Royaume-Uni sont aux prises avec un contexte politique difficile. La Suisse a trouvé un juste milieu, enhardie par la baisse inattendue du taux directeur de la BNS. La forte correction de Nvidia en seconde quinzaine n'a été qu'une brève surprise, et le secteur a vite rebondi.

Allocation d'actifs : avis actuels

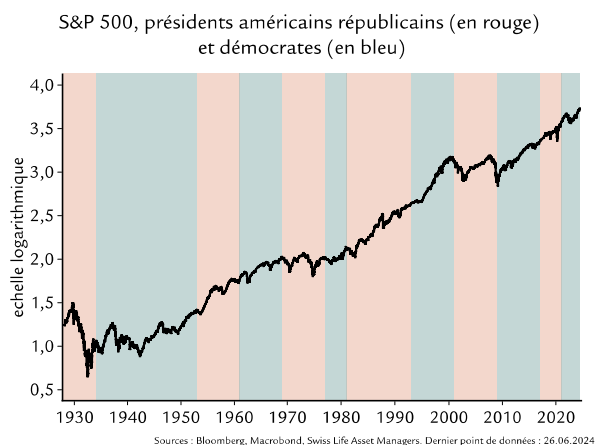
Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	neutre

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

- Malgré la surprenante résilience de l'économie américaine, le paysage reste globalement inchangé. Nous suivons de près les développements politiques en Europe, qui pourraient attiser la volatilité. A ce stade, nous ne voyons toutefois pas de raison impérieuse de modifier notre allocation d'actifs.
- Malgré des fondamentaux et une dynamique de marché en retrait, nous restons neutres sur les actions, le marché ne semblant pas positionné pour une réévaluation. Dans la logique de notre précédente position, nous sous-pondérons les obligations d'entreprises et à risque élevé.
- Vu la baisse quasi-imperceptible des taux, nous restons surpondérés sur la dette souveraine. Les taux réels restent élevés et les banques centrales ont les yeux rivés sur les données, leur propension à baisser les taux dépendant de l'évolution macroéconomique.

Course à la Maison Blanche et marché des actions

Les marchés financiers apprécient la stabilité et un contexte politique propice aux affaires. Ils sont donc fondamentalement « apolitiques ». Toutefois, l'agenda politique potentiellement défavorable aux bénéfices futurs peut peser sur les marchés. L'année 2024 est riche en élections majeures de par le monde, dont la présidentielle américaine. D'où la question : l'investisseur doit-il ajuster son portefeuille pour anticiper ces événements ? Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du S&P 500 depuis 1928, sous des présidences démocrates comme républicaines. Les données sont présentées sur une échelle logarithmique pour faciliter la détection des changements de tendances.



D'après le graphique, aux Etats-Unis tout du moins, les élections n'influent pas forcément sur l'évolution du marché. A l'inverse, les marchés (et l'économie) peuvent avoir une forte influence sur les scrutins : vous connaissez peut-être l'expression « *It's the economy, stupid!* » pour expliquer l'élection d'un certain président. Sous des mandats républicains comme démocrates, le S&P 500 a connu des hauts et des bas. Même constat en prenant uniquement les périodes où le parti du président en poste détenait également la majorité au Congrès. Même si la réaction initiale du marché est négative, elle est généralement brève. Parier sur le résultat d'une élection – dans les pays développés en tout cas – n'est pas très judicieux. Le pari peut être indiqué uniquement en cas de très forte conviction d'une politique économique durablement différente sous un nouveau président. Un second mandat de Donald Trump pourrait engendrer une volatilité à court terme et un dollar plus fort. Hormis cela, le contexte de marché ne changerait pas radicalement par rapport à la situation sous l'administration Biden.

Swiss Life Asset Managers



Sven Kreitmair
Portfolio Manager Fixed Income
sven.kreitmair@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com

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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.