



- **Le variant Delta freine le marché du travail américain**
- **Cours des actions à la hausse: taux éternellement bas?**
- **L'Allemagne vote fin septembre**

## **Le variant Delta freine le marché du travail américain**

Au mois d'août, le nombre d'emplois créés sur le marché du travail américain, à l'exception du secteur agricole, est resté en deçà des attentes des analystes. Certes, ces prévisions ne sont pas particulièrement fiables et se sont souvent avérées imprécises, notamment pendant la pandémie. La propagation du variant Delta a toutefois visiblement ralenti la reprise de l'emploi. Reste que le taux de chômage aux États-Unis a diminué en août, passant de 5,4 % le mois précédent à 5,2 %. La part de personnes actives au sein de la population américaine s'élève à 58 %, soit encore 3 % en dessous du niveau antérieur à la pandémie. Aux États-Unis, le nombre de décès liés aux infections de Covid-19 a augmenté bien plus fortement qu'en Suisse ou en Allemagne. La proportion de la population entièrement vaccinée en Suisse et aux États-Unis est à peu près équivalente, à savoir légèrement supérieure à 50 %. En Allemagne, ce chiffre se monte à presque 60 %. Dans les deux cas, cela ne permet pas d'atteindre l'immunité collective et les hôpitaux accueillent de plus en plus de jeunes atteints d'une forme grave, même si elle n'est pas forcément mortelle, de la maladie. Nous nous trouvons au cœur d'une nouvelle vague pandémique, qui porte directement préjudice à l'économie, du moins aux États-Unis. Globalement, la dynamique de croissance mondiale demeure suffisamment robuste pour que les perspectives restent favorables sur le marché des actions également.

## **Cours des actions à la hausse: taux éternellement bas?**

Un débat bien connu refait surface sur les marchés financiers. Quelque chose ne va pas: comment se fait-il que l'économie ronronne, que les marchés des actions réalisent chaque semaine des records, que l'inflation s'élève actuellement à 5 % aux États-Unis, mais que les taux des obligations à longue échéance demeurent aussi bas? Le marché des actions se trouve-t-il au cœur d'une bulle ou celui des obligations n'est-il pas en mesure de générer un niveau de taux plus élevé face aux banques

centrales? Certains hedge funds parient déjà contre le marché des taux: ils prévoient une vente massive d'obligations parallèlement à une courbe au raidissement rapide. La Réserve fédérale américaine maintient stoïquement son cours et se dirige très prudemment vers un ralentissement des achats d'obligations. Un premier relèvement des taux directeurs aux États-Unis devrait ensuite avoir lieu après une longue période intermédiaire. On peut donc s'attendre à ce que les obligations à échéances nettement supérieures à 5 ans deviennent plus risquées. Le risque de fluctuation des taux d'intérêt pourrait être plus élevé que ne le laissent penser les marchés des taux qui somnolent depuis dix ans.

## **L'Allemagne vote fin septembre**

Dans trois semaines environ, l'Allemagne aura désigné un nouveau chancelier à la suite des élections au Bundestag. L'hypothèse, encore plausible il y a quelques mois, de voir Armin Laschet, premier candidat de la CDU/CSU, élu au poste, a perdu du terrain dans les prévisions des dernières semaines. Les chances de victoire d'Annalena Baerbock ont également chuté. Contre toute attente, Olaf Scholz, actuel ministre des Finances et premier candidat du SPD, a quant à lui grimpé dans les sondages. La CDU/CSU a réagi en conséquence. Armin Laschet a rapidement mis sur pied une «équipe d'avenir», composé de huit personnes autour de l'ancien chef de groupe Friedrich Merz. Il entend ainsi créer davantage de transparence et de clarté sur sa vision politique. Olaf Scholz adoptera probablement une tactique judicieuse, consistant à rester simplement sur le devant de la scène et à ne rien faire d'autre. Le ministre des Finances allemand est entouré d'une aura conservatrice, presque indépendamment de son appartenance politique. Ce facteur devrait jouer en sa faveur.

Il n'est pas certain que l'équipe de Laschet parvienne à faire contrepoids face à la progression d'Olaf Scholz. Les élections semblent être fortement axées sur la question de la personne capable de succéder à Angela Merkel. Laschet ne joue pas nécessairement sa meilleure carte en choisissant une approche collective. Ce sont cependant les urnes qui décideront de l'avenir de l'Allemagne le 26 septembre. Le scrutin promet d'être palpitant et pourrait s'inscrire dans la continuité du mandat précédent, avec une chancellerie SPD dans le cadre d'une nouvelle grande coalition.

## États-Unis: la dynamique conjoncturelle à son paroxysme

La deuxième estimation du produit intérieur brut a également confirmé le résultat inférieur aux attentes initiales. Le PIB américain a progressé de 6,6% (en glissement trimestriel, annualisé) au 2<sup>e</sup> trimestre, notamment grâce à la consommation privée, qui a enregistré +11,9%. La dynamique conjoncturelle semble ainsi avoir atteint, voire dépassé, son paroxysme. Malgré les programmes d'aide et les mesures infrastructurelles planifiées, les spécialistes prévoient en moyenne que la croissance se maintiendra pour le trimestre en cours et que la dynamique s'essouffera dans les mois à venir. Ainsi, on table sur une hausse du PIB de seulement 3% (en glissement trimestriel, annualisé) pour le 2<sup>e</sup> semestre 2022. Dans ce contexte, les décisions de la Fed en matière de politique monétaire au cours des prochains mois seront déterminantes. Actuellement, les signaux économiques sont encore au vert, avec un indice des directeurs d'achat de l'industrie en expansion (fig. 1).

## Zone euro: les indicateurs de confiance au beau fixe

Bien que les indicateurs de confiance de la zone euro aient récemment quelque peu reculé (fig. 2), l'optimisme reste de mise pour l'évolution de la conjoncture européenne. Les niveaux actuels des indices laissent entrevoir une très forte hausse du produit intérieur brut de la zone euro durant les prochains trimestres. Cette estimation est étayée par l'évolution du marché de l'emploi européen. Le taux de chômage, actuellement à 7,6%, poursuit son recul par rapport au mois précédent. Il n'est donc pas surprenant que les prévisions de croissance moyennes pour le PIB de la zone euro se montent à 4,7% pour 2021 et à 4,4% pour 2022.

## Suisse: le baromètre conjoncturel du KOF fait marche arrière

Après avoir atteint au mois de mai un plus haut encore jamais enregistré, le baromètre conjoncturel du KOF a entamé un recul (fig. 3). Celui-ci n'est toutefois pas préoccupant. Le niveau actuel représente un écart par rapport à la moyenne, mais à la hausse. Cette tendance signale des taux de croissance relativement élevés pour le PIB suisse dans un futur proche. Le consensus relatif à cette hausse se monte actuellement à 3,5% pour l'année en cours et à 2,9% pour l'année prochaine. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie étaye ce tableau positif. Malgré les pénuries qui perdurent dans le monde, il se situe en territoire expansionniste, avec 67,7 points, nettement au-dessus du seuil critique des 50 points.

Fig. 1: Indice des directeurs d'achat aux États-Unis

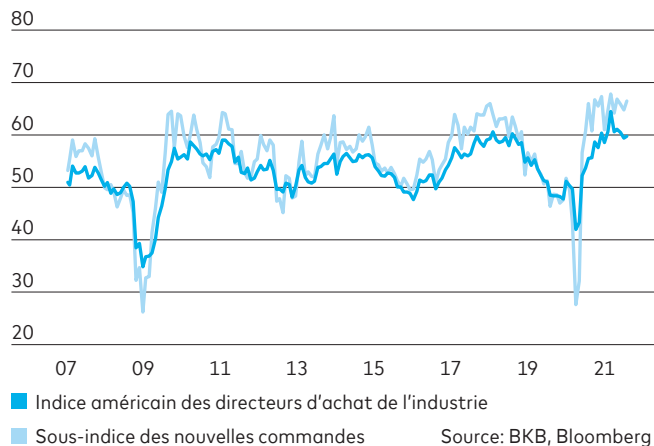


Fig. 2: Indicateurs de confiance de la zone euro

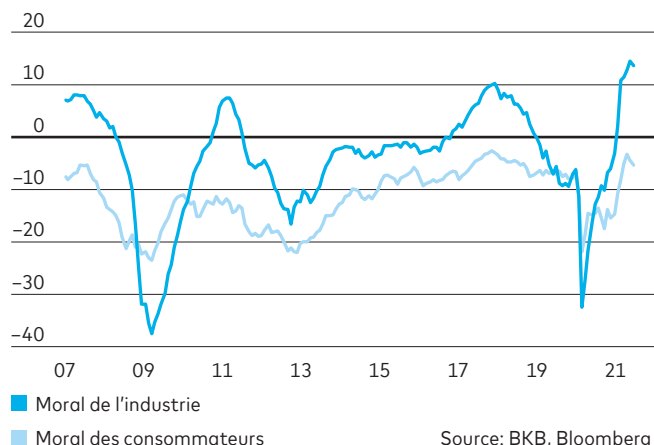
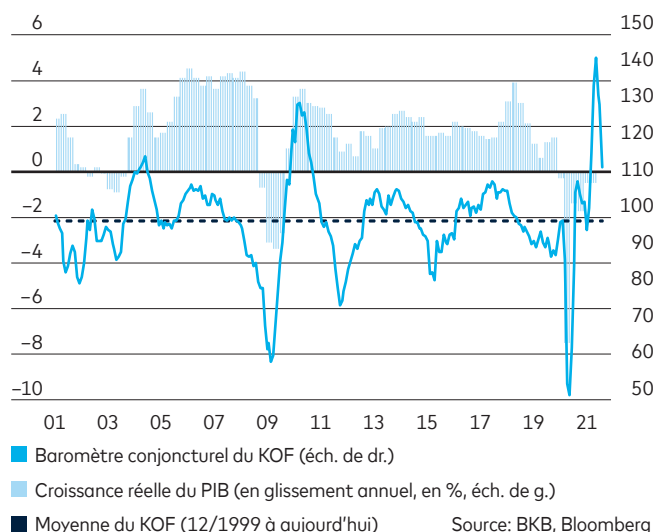


Fig. 3: Indicateur avancé et PIB suisses



# Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

## La Fed laisse entrevoir le début du tapering

Le discours de Jerome Powell, président de la Fed, à l'occasion du symposium de Jackson Hole dans le Wyoming, a été suivi avec attention. Il s'agissait avant tout de définir la meilleure façon d'initier le programme de tapering, à savoir la diminution des acquisitions mensuelles de titres. D'après Powell, la Fed poursuit ces achats au rythme actuel jusqu'à ce qu'elle observe des progrès substantiels en matière de plein-emploi et de stabilité des prix. Ces conditions semblent désormais remplies. Il pourrait par conséquent être indiqué de commencer à réduire les achats d'obligations dès cette année. Le président de la Fed a cependant clairement affirmé que le probable début du tapering n'annonçait en aucun cas un potentiel relèvement des taux directeurs. Un durcissement précipité de la politique monétaire pourrait être préjudiciable dans le contexte actuel. L'évolution de la pandémie de coronavirus demeure un facteur de risque. La prochaine réunion ordinaire de la Fed aura lieu en septembre.

La Banque centrale européenne (BCE) poursuivra les acquisitions nettes prévues dans le cadre du programme d'achats de titres d'urgence (PEPP) au moins jusqu'à fin mars 2022. D'après Christine Lagarde, sa présidente, le variant Delta alimente les incertitudes. Les prévisions d'inflation à moyen terme continuent à s'atténuer. La nouvelle stratégie en matière de politique monétaire et la Forward Guidance renforcent le sentiment que la BCE, dans le doute, souhaite se laisser le temps avant de mettre fin à sa politique monétaire extrêmement souple.

## Perspectives

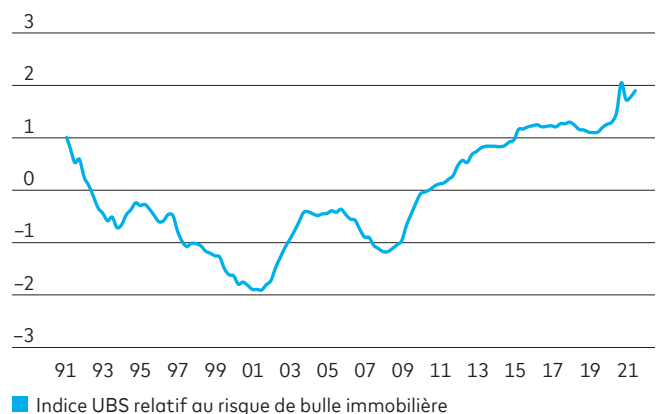
Après une baisse de plusieurs mois, les rendements des emprunts d'État à 10 ans américains, allemands et suisses ont enregistré une légère tendance à la hausse en août. Cela pourrait s'expliquer par le fait que certains investisseurs ont souhaité procéder à des prises de bénéfices, compte tenu de la potentielle annonce de lancement du tapering. Il serait cependant prématuré de parler d'inversement de la tendance. La politique monétaire des banques centrales qui demeure très souple devrait limiter le potentiel haussier. Nous maintenons notre nette sous-pondération dans nos mandats.

## Marché suisse de l'immobilier

En août, le marché des placements immobiliers suisses s'est montré divisé. Alors que les fonds immobiliers (mesurés selon l'indice SWIIT) ont légèrement perdu de la valeur, les actions immobilières (mesurées selon l'indice REAL) ont continué à progresser. Depuis le début de l'année, les deux pôles se situent nettement dans le positif. Les actions immobilières se placent en tête avec une augmentation de plus de 9% cette année, tandis que les fonds enregistrent 6%. Les conditions-cadres n'ont pas fondamentalement changé. La demande de logements en propriété demeure élevée, les rendements sur distribution de l'immobilier sont attrayants, les loyers restent stables et les rendements des obligations suisses sont faibles. En outre, les risques sur le marché suisse de l'immobilier liés à l'apparition d'une bulle ne se sont accrues que progressivement au 2<sup>e</sup> trimestre. Si l'indice continue d'osciller dans la fourchette de risque, il est inférieur à la valeur atteinte au 3<sup>e</sup> trimestre 2020 (fig. 1). Pour le 3<sup>e</sup> et le 4<sup>e</sup> trimestre de l'année en cours, les spécialistes du calcul du «Bubble Index» prévoient un niveau encore peu élevé, bien que les prix de la propriété aient légèrement augmenté récemment et que l'évolution des revenus n'ait pas pu suivre le tempo.

Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: UBS Swiss Real Estate Bubble Index



Source: BKB, Bloomberg

## Les marchés des actions favorables en août

Aucun événement majeur n'a perturbé les marchés des actions des pays industriels au mois d'août. Les États-Unis, la Suisse et la zone euro ont donc enregistré une performance mensuelle positive et les rendements, déjà considérables depuis le début de l'année, ont continué à progresser (fig. 1). L'indice américain S&P 500 était au 16 août deux fois plus élevé qu'à son niveau le plus bas, le 23 mars 2020. Il s'agit du doublement le plus rapide des dernières décennies, réalisé en seulement 354 jours de négoce. L'évolution des actions des pays émergents s'est quant à elle poursuivie en dessous de la moyenne, le marché des actions chinois fortement pondéré étant demeuré proche du niveau de fin juillet. Outre le climat politique à nouveau fortement axé sur sa dimension socialiste, les craintes liées à de nouveaux foyers de Covid et aux mesures d'endiguement freinant la croissance ont inquiété les marchés.

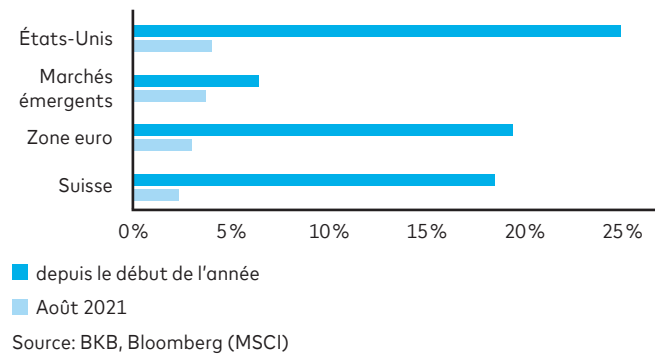
## Nette reprise des marges bénéficiaires

La saison de publication des chiffres commerciaux pour le premier semestre s'est clôturée avec d'excellents résultats. Il en ressort que les marges bénéficiaires des entreprises ont connu une nette reprise et ont même dépassé leur niveau d'avant crise aux États-Unis (fig. 2). L'avenir nous dira si elles peuvent progresser davantage.

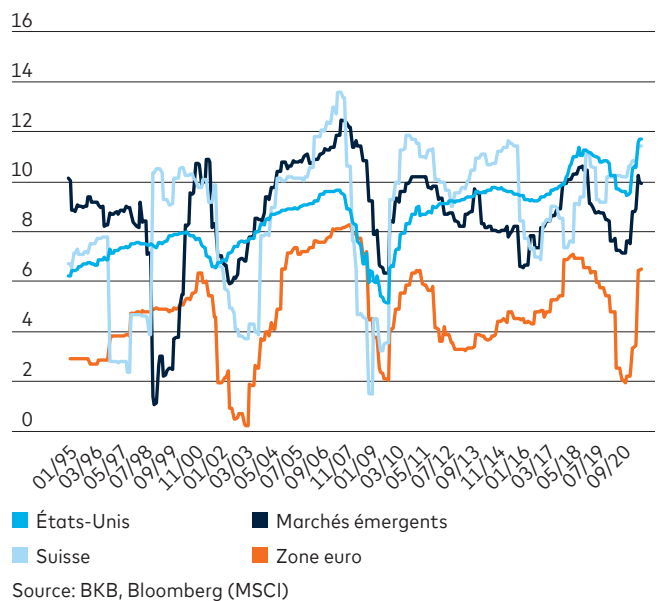
## Stratégie de placement

Notre allocation des actions est actuellement proche de la part stratégique (45%). Les sous-pondérations régionales tactiques en Europe et aux États-Unis sont compensées par les positions satellites (technologie, démographie et santé). Une plus forte pondération des actions est contre-indiquée, compte tenu du niveau toujours élevé des valorisations et des attentes envers les entreprises, des incertitudes relatives à l'évolution de la pandémie et du débat qui se poursuit au sujet de l'inflation, dans le contexte actuel de forte augmentation des prix. Une nette sous-pondération ne s'avère toutefois pas opportune au vu de la pénurie de placements et des mesures de politique monétaire et fiscale extrêmement expansionnistes, ainsi que de la dynamique positive reflétée par les résultats des entreprises et de la progression de la vaccination.

**Fig. 1: Performance régionale des actions**  
Net Total Return en CHF



**Fig. 2: Évolution des marges bénéficiaires par région**  
en %



© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.