

Juillet 2022

A retenir

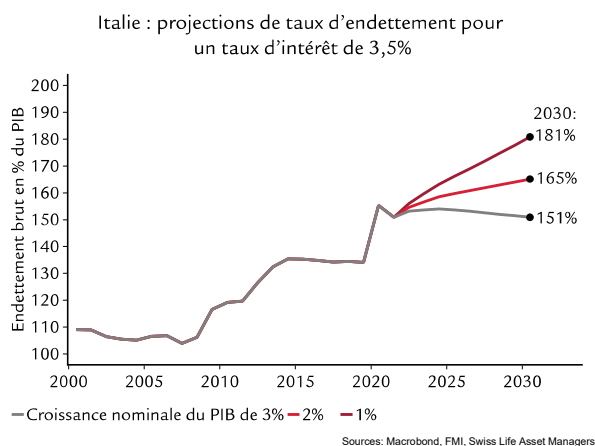
- Après les faibles résultats des enquêtes des ménages et des entreprises, les craintes de récession grandissent
- La hausse des taux nourrit l'inquiétude quant aux dettes publiques européennes, poussant la BCE à agir
- Les risques d'inflation restent à la hausse, la situation des livraisons de gaz russe se dégrade

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2022		Croissance du PIB 2023		Inflation 2022		Inflation 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,5% ↓	2,6% ↓	1,4% ↓	1,8% ↓	8,3% ↑	7,7% ↑	3,8% ↑	3,6% ↑
Zone euro	2,9% ↑	2,8% ↑	1,8% ↓	2,0% ↓	7,1% ↑	7,2% ↑	3,1% ↑	3,2% ↑
Allemagne	1,8% ↓	1,8% ↓	2,0% ↓	2,1% ↓	7,0% ↑	6,9% ↑	3,4% ↑	3,4% ↑
France	2,5% ↓	2,5% ↓	1,4% ↓	1,6% ↓	4,7% ↑	5,0% ↑	2,6% ↑	2,6% ↑
Royaume-Uni	3,5% ↓	3,5% ↓	0,4% ↓	0,8% ↓	8,1% ↑	8,5% ↑	4,9% ↑	5,2% ↑
Suisse	2,5%	2,5% ↓	1,2%	1,6% ↓	2,4% ↑	2,3% ↑	1,3% ↑	1,2% ↑
Japon	1,5% ↓	1,7% ↓	1,6%	1,9%	2,0% ↑	1,9% ↑	1,0% ↑	1,2% ↑
Chine	4,3%	4,3% ↓	5,2%	5,2% ↑	2,3%	2,2%	2,0%	2,3%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 juin 2022

Graphique du mois



Le revirement des taux est là, et la question d'une nouvelle crise de la dette de la zone euro se pose. La différence de rendement (« spread » ou écart) entre les obligations d'Etat italiennes et allemandes s'est creusée et a poussé la BCE à l'action, elle qui souhaite contrer la « fragmentation » de la zone euro. La croissance nominale déterminera si l'endettement italien au taux d'intérêt actuel de 3,5% sur les emprunts à 10 ans perdrera. En supposant que le budget italien retrouve un excédent primaire en l'espace de cinq ans, Rome aurait besoin d'une croissance réelle de 1% et d'une inflation de 2% (soit une croissance nominale de 3%) pour stabiliser son taux d'endettement.

Etats-Unis

Consommer à tout prix ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,6%
2023 : 1,4%	2023 : 1,8%

La consommation privée représente près de 70% du PIB américain, elle est donc déterminante pour l'évolution de la conjoncture. La situation des ménages devrait être favorable, surtout si on la compare à 2008. Depuis la crise financière, le patrimoine de toutes les catégories de revenus relativement à l'endettement a nettement progressé. Pendant la pandémie, les ménages ont en outre accumulé de colossales réserves de liquidités grâce au soutien de l'Etat fédéral. Actuellement, les catégories de revenus inférieures en particulier profitent d'un marché de l'emploi très tendu et d'une hausse des salaires d'environ 7%. Mais cette croissance n'efface pas pleinement l'inflation, et les salaires réels sont en repli depuis 2020. En conséquence, les consommateurs financent de plus en plus leurs dépenses en puisant dans leur épargne et en s'endettant davantage. En avril, le taux d'épargne était de 4,4% en avril, un niveau historiquement bas. Selon les estimations, le repli actuel de ce taux pourrait durer au moins jusqu'en 2023 grâce aux économies réalisées lors de la pandémie. Mais la baisse du moral des ménages pourrait toutefois freiner la consommation avant. La multiplication du recours au crédit à la consommation pourrait aussi être problématique. Même si les taux de défaillance restent faibles jusque-là, les couches de revenus inférieures s'inquiètent de plus en plus de leur solvabilité. Le risque d'une récession survenant plus tôt que prévu est donc élevé, et très peu d'analystes misent sur un atterrissage en douceur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,3%	2022 : 7,7%
2023 : 3,8%	2023 : 3,6%

Après un léger repli en avril, l'inflation américaine a de nouveau surpris par sa hausse, atteignant un nouveau pic à 8,6%. L'augmentation des prix de l'énergie et de l'alimentation est à nouveau en cause, mais aussi celle très nette des billets d'avion et des loyers. Nous relevons donc notre prévision de trajectoire des prix de l'énergie pour les prochains mois.

Zone euro

La BCE perfuse toujours

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,9%	2022 : 2,8%
2023 : 1,8%	2023 : 2,0%

Les prochains jours marqueront l'anniversaire de la promesse de Mario Draghi, alors président de la BCE, que celle-ci sauverait l'union monétaire, à n'importe quel prix. Pile pour l'anniversaire du pic de la crise de la dette européenne, tous les yeux sont rivés sur Francfort. Parmi les grandes banques centrales, à l'exception notoire de la nipponne, la BCE sera la dernière à devoir opérer un revirement de taux dès juillet. Sur les marchés financiers, la seule perspective de cette mesure a entraîné un net creusement des écarts de crédit pour les emprunts des pays membres méridionaux. L'Italie en particulier a affronté un sérieux vent de face à court terme. Ironie de l'histoire, Mario Draghi est entretemps devenu président du Conseil des ministres d'Italie, qui dépend du soutien... de la BCE. La structure de « l'outil anti-fragmentation » de la BCE revêt une importance toute particulière également dans la perspective des élections générales italiennes en 2023. Compte tenu de la forte inflation et de la hausse de la pression salariale, les hausses de taux par la BCE sont inévitables. Et ce même si les perspectives économiques de la zone euro continuent de s'assombrir. Cela étant, la détente des difficultés logistiques est un stimulus positif. Certains grands constructeurs automobiles ont pu relancer leur production.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,1%	2022 : 7,2%
2023 : 3,1%	2023 : 3,2%

Les prix de l'énergie maintiennent une forte pression. L'attentisme de la BCE jusqu'à présent a entraîné un euro faible, et donc des prix à l'importation plus élevés et une pression inflationniste supplémentaire. Même dans l'attente de relèvements de taux et d'une dynamique économique fléchissante, le taux d'inflation ne retombera pas sous 2% avant mi-2024.

Allemagne

Une déception chasse l'autre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,8%	2022 : 1,8%
2023 : 2,0%	2023 : 2,1%

Trouver une bonne surprise dans les données économiques allemandes du mois dernier, c'est chercher une aiguille dans une botte de foin. En avril, les ventes au détail se sont effondrées et la production industrielle a crû moins que prévu. Les attentes selon l'indice ifo n'ont pas maintenu leur légère amélioration du mois précédent. Le PMI de juin a également déçu sur toute la ligne. Certes, il est resté en territoire positif dans le secondaire comme le tertiaire, mais il a reculé bien plus que prévu. La chute continue des commandes dans l'industrie, au plus bas depuis 2020, est particulièrement préoccupante. Les prestataires de services ne sont guère mieux lotis et sont passés sous le seuil de croissance. Toutefois, cela pourrait être imputable à une normalisation de la dynamique à la suite de la réouverture de l'économie. La pression sur les prix reste élevée, même si une certaine tendance à la détente est perceptible. Globalement, les délais de livraison continuent de s'améliorer. Face à la baisse des livraisons de gaz russe, le ministre allemand de l'Economie Robert Habeck a activé le niveau deux sur trois du seuil d'urgence, les stocks de gaz pour l'hiver étant en danger selon lui. Une dégradation sur ce front constitue toujours le principal risque de récession pour l'Allemagne.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,0%	2022 : 6,9%
2023 : 3,4%	2023 : 3,4%

Les chiffres de l'inflation allemande ont été publiés après la clôture de la rédaction. Le consensus prévoit une nouvelle hausse et un taux de 8,0%, proche de notre prévision de 8,1%. Ces prochains mois, les prix de l'énergie resteront un risque important de hausse en cas de baisse des livraisons de gaz russe. Sans entrer dans le détail, Robert Habeck a promis d'aider les ménages qui pâtiront de la hausse inévitable des coûts du chauffage.

France

Toujours plus de morosité

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,5%
2023 : 1,4%	2023 : 1,6%

Le mois dernier, la plupart des données publiées pointent vers un nouvel assombrissement de la conjoncture. Ainsi, le moral des ménages a atteint son plus bas depuis 2013. L'incertitude actuelle est plus forte que le malaise ressenti pendant le confinement ou au plus fort des manifestations des gilets jaunes. Protéger le pouvoir d'achat est la priorité absolue des ménages, et la pression sur les employeurs et les acteurs politiques pour répondre aux exigences salariales va croissant. Une situation qui correspond à l'incertitude géopolitique et peut-être également à l'impasse née des élections législatives, qui n'ont pas dégagé de majorité claire. Toutefois, dans l'évaluation des conditions-cadres économiques, il faut opérer une distinction entre la perception de la situation et sa réalité objective. Par exemple, le marché du travail est en bien meilleure posture que le moral des ménages le laisse supposer : le taux de chômage n'a jamais été aussi bas en vingt ans. Les enquêtes dans l'industrie manufacturière révèlent que les entreprises ont récemment regagné en confiance quant à l'évolution de leurs affaires. Les perspectives du secteur touristique français sont également positives. Dans ce contexte, les craintes de récession sont donc prématurées.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,7%	2022 : 5,0%
2023 : 2,6%	2023 : 2,6%

Malheureusement, les chiffres de l'inflation en juin n'étaient pas disponibles à la clôture de la rédaction de ce document. Il faut toutefois s'attendre à ce qu'elle ait encore augmenté. Les prestataires de services restent aptes à imposer leur pouvoir accru de fixation des prix. En outre, les données de la Commission européenne révèlent une nouvelle hausse, de 11%, des prix des carburants par rapport à mai.

Royaume-Uni

Une récession à l'horizon ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 3,5%
2023 : 0,4%	2023 : 0,8%

Les investisseurs britanniques aussi s'inquiètent de plus en plus d'une récession à venir. La Banque d'Angleterre tire sur les rênes de la politique monétaire, l'inflation record érode le pouvoir d'achat des ménages et la consommation recule, tout du moins dans la vente au détail. Les ventes au détail réelles (ajustées des prix donc) ont chuté quasiment sans interruption depuis le pic d'avril 2021. En y ajoutant le recul global de la production industrielle depuis début 2022, le PIB du 2^e trimestre devrait être en repli pour la première fois depuis la pandémie. Il reste à voir si la hausse du taux de chômage en avril augure également d'un revirement de tendance. La dernière enquête GfK sur le moral des ménages livre une donnée intéressante : l'évaluation de la sécurité de l'emploi s'est légèrement améliorée, et cela fait des années que les syndicats n'avaient pas été aussi combatifs. Les indicateurs conjoncturels anticipés plutôt moroses contrastent nettement avec les réponses toujours constructives des entreprises aux enquêtes. Outre-Manche, le PMI industriel a bien mieux résisté que sur le continent, et celui des services n'a montré aucun signe de perturbation. Toutefois, nous maintenons notre prévision d'un net ralentissement de la conjoncture et d'une légère récession en 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,5%
2023 : 4,9%	2023 : 5,2%

En mai, l'inflation n'a crû qu'à la marge (de 9,0% à 9,1%). L'inflation sous-jacente a quelque peu reculé (6,2% en avril contre 5,9% en mai) une première depuis septembre. Mais il est trop tôt pour lever l'alerte, car la dynamique inflationniste s'est déplacée depuis les prix des biens, soumis à un fort facteur d'influence mondial, vers les services. C'est dans ce secteur axé sur le marché intérieur que la politique monétaire fonctionne le mieux. La Banque d'Angleterre sera encouragée à relever encore ses taux malgré les risques de récession.

Suisse

Le franc fort n'inquiète pas

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,5%
2023 : 1,2%	2023 : 1,6%

La dynamique conjoncturelle reste peu sensible à la guerre en Ukraine. Depuis avril, l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO est en hausse, et l'emploi atteint de nouveaux sommets. Après une révision à la baisse en mars, nous maintenons notre prévision de croissance du PIB pour 2022 inchangée pour la quatrième fois de rang. De même, nous prévoyons toujours un ralentissement, traduit par une prévision bien plus prudente que celle du consensus pour 2023. A l'exception de la BCE et de son homologue nipponne, toutes les banques centrales se sont mises à durcir les conditions-cadres financières, réduisant la demande de biens manufacturés suisses à l'exportation. En outre, les perspectives d'exportation pâtissent également du fait que la BNS ne va plus protéger le franc contre l'appréciation. L'évolution de l'économie domestique va être à plusieurs vitesses : les services restent très demandés, également en raison du besoin de rattrapage après deux ans de restrictions. La solidité du marché de l'emploi soutient également la demande des consommateurs. En revanche, la hausse des coûts de financement a induit un repli dans l'activité de construction et la propension des entreprises à investir.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,4%	2022 : 2,3%
2023 : 1,3%	2023 : 1,2%

Outre le retrait de la politique de taux négatifs, la BNS peut réduire la pression inflationniste par une plus grande tolérance à l'appréciation du franc. Selon certains modèles, notamment ceux axés sur la parité de pouvoir d'achat des prix à la production, le franc est actuellement largement sous-évalué. Les prix à l'importation pèsent un quart de l'indice suisse des prix à la consommation. L'effet d'une baisse de ceux-ci sur l'inflation peut donc être considérable.

Japon

Sésame, ouvre-toi

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,5%	2022 : 1,7%
2023 : 1,6%	2023 : 1,9%

Le gouvernement japonais a récemment relevé le plafond des personnes entrant dans le pays à 20 000 par jour (contre 3500 en mars). Le tourisme a ainsi pu reprendre de l'élan, même si une partie de cet afflux profite aux Japonaises et Japonais qui rentrent au pays et aux travailleurs immigrés. La pression publique pour les réouvertures s'accroît, non seulement dans le secteur touristique, mais aussi pour les réacteurs nucléaires, à l'arrêt depuis 2011 et la catastrophe de Fukushima. Dans une enquête Nikkei, 49% des personnes interrogées ont indiqué que les restrictions d'entrée actuelles sont trop strictes. Selon la même source, 53% se prononcent en faveur de la réouverture des centrales nucléaires en raison de la hausse des prix de l'énergie et du spectre d'une pénurie. Tant une levée totale des restrictions d'entrée qu'une remise en service rapide de la plupart des centrales demeurent toutefois improbables. Malgré cela, le PMI du secteur des services est allé à rebours des tendances dans les autres économies occidentales, en poursuivant sa reprise. Les carnets de commandes sont eux bien remplis. Dans l'industrie, la dynamique a fléchi selon le PMI du secteur, mais moins fortement qu'ailleurs, passant de 53,3 à 52,7 points. Les commandes ont toutefois glissé légèrement sous le seuil de 50 points. Le Japon ne peut pas totalement échapper au ralentissement mondial.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 1,9%
2023 : 1,0%	2023 : 1,2%

Comme prévu, l'inflation globale japonaise en mai a stagné à 2,5%, et la sous-jacente à 2,1%. Les prix de l'alimentation ont encore augmenté, alors que ceux de l'énergie restent contenus par les interventions politiques. Alors que la faiblesse du yen persiste et joue un rôle moteur positif pour l'inflation, de nouvelles subventions dans le secteur du tourisme cet été pourraient en induire une baisse.

Chine

Une convalescence agitée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,3%	2022 : 4,3%
2023 : 5,2%	2023 : 5,2%

Le début du mois de juin a marqué la fin de deux mois de confinement à Shanghai. L'économie chinoise se remet doucement. Les données à haute fréquence en juin indiquent une nette embellie de la performance économique. Mi-juin, l'indice quotidien des embouteillages des cinq plus grandes villes chinoises a retrouvé son niveau pré-confinement, signe d'une nette amélioration sur le plan de la mobilité. En outre, le volume de transactions repart dans le secteur immobilier, largement affecté, tout en restant inférieur au niveau de 2021. La lanterne rouge de la reprise reste la consommation. Les ventes quotidiennes de voitures augmentent certes légèrement, mais sont nettement en deçà de la moyenne à long terme. C'est un signe que les consommateurs sont circonspects quant à la conjoncture et réticents à effectuer des achats importants. La stratégie zéro covid de la Chine est l'une des raisons de cette réserve. La réouverture de Shanghai reste par exemple conditionnée à diverses restrictions. Outre différents lieux comme les restaurants, qui restent fermés, l'apparition de cas dans un quartier entraîne son bouclage. Tant que la politique zéro covid sera appliquée, le chemin de la reprise économique sera entravé.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,2%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

En mai, le taux d'inflation chinois est resté modéré à 2,1%, inchangé par rapport à avril. Situées respectivement à 0,9% et 0,7%, l'inflation sous-jacente et celle des services restent très faibles, reflétant la morne demande face au confinement de Shanghai prolongé jusqu'en mai.

Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
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

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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Troisième trimestre 2022

A retenir

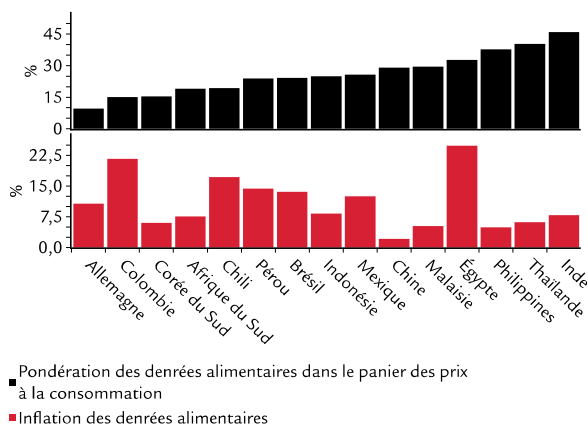
- Les taux élevés augmentent le risque de défaut de crédit sur les marchés frontières fragiles
- L'incertitude politico-économique et les taux élevés pèsent sur les perspectives de l'Amérique latine
- L'économie chinoise repart, mais la stratégie zéro covid fait courir le risque de nouveaux confinements

En un chiffre

50,4%

Gustavo Petro, homme politique de gauche et ancien guérillero, a remporté l'élection présidentielle colombienne avec 50,4% des voix, portant la gauche au pouvoir pour la première fois de l'histoire moderne du pays. Cette victoire est le signe d'une aspiration largement répandue à une société plus égalitaire. Le nouveau président entend rendre la formation universitaire gratuite et introduire une réforme des retraites. Sa proposition d'interdire de nouveaux projets pétroliers effraie toutefois les investisseurs, l'or noir représentant 50% des exportations colombiennes et presque 10% du revenu national.

En un graphique



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

L'indice FAO des prix des produits alimentaires est 22,8% supérieur à celui de l'an dernier. L'Ukraine exporte près de 10% de la production mondiale de blé et de maïs, principalement depuis ses ports de la mer Noire, bloqués par des navires de guerre. En outre, la hausse des prix des engrais fait grimper les coûts de la production agricole et renforce la pression sur les prix des denrées alimentaires. Dans les pays émergents où l'alimentation pèse jusqu'à 50% dans le panier des ménages, une hausse des prix constitue une difficulté notable, car elle entraîne des troubles sociaux et grève les finances publiques.

Croissance entravée en Amérique latine

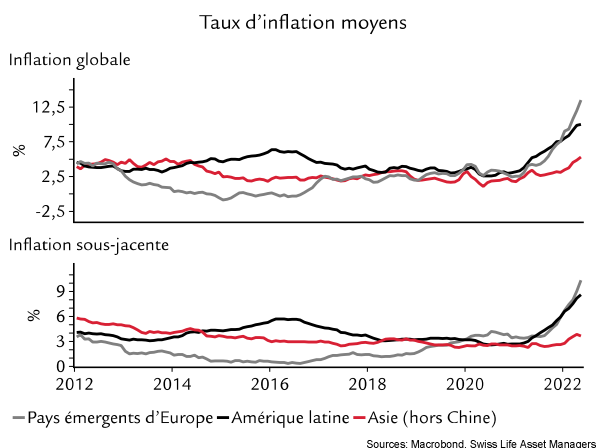
La croissance en Amérique latine va faire face à plusieurs obstacles au 2^e semestre. Bien que les Etats exportateurs de matières premières profitent de la hausse de leurs prix, des vents contraires soufflent sur les perspectives de croissance. La pression inflationniste augmente et se répand hors de l'alimentation et de l'énergie, car outre l'inflation globale, la sous-jacente augmente aussi (voir graphique 1). Une donnée qui contraint les banques centrales, qui ont déjà fortement relevé leurs taux, à poursuivre leur cycle de resserrement. Prenons l'exemple du Brésil : la banque centrale a fait passer son taux directeur à deux chiffres, à 13,25%. A peine 12 mois en arrière, il était de 4,25%. Son homologue mexicaine a accéléré ses hausses et relevé son taux directeur de 75 points de base en juin, à 7,75%. Ces taux d'intérêt élevés pèseront sur l'investissement et l'activité économique. En parallèle, la hausse du coût de la vie provoque toujours plus d'agitation sociale. De violentes manifestations ont eu lieu en Equateur, qui exporte principalement du pétrole ; des manifestants ont pris d'assaut des champs pétrolifères, entravant ainsi la production. En parallèle, l'incertitude politico-économique croît, notamment concernant le futur cours des politiques gouvernementales, l'Amérique latine mettant la barre à gauche toute, perturbant les investisseurs qui craignent un potentiel interventionnisme (voir graphique 2). Après les succès de la gauche au Chili et au Pérou l'an dernier, la Colombie

suit la tendance. Pour la première fois de son histoire récente, le pays a élu à sa tête un homme de gauche, Gustavo Petro (voir « En un chiffre »). Dans le même temps, les sondages indiquent que le leader de la gauche brésilienne et ancien président Lula a une large avance sur Jair Bolsonaro, l'actuel président.

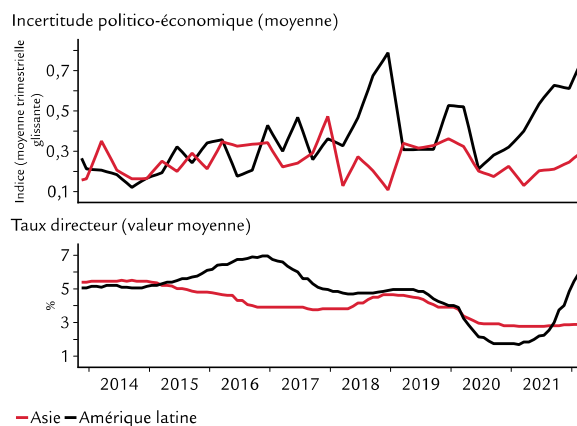
Risques de crédit accrus sur les marchés frontières

L'environnement externe se dégrade rapidement pour les pays émergents. Lors de l'effondrement de la conjoncture dû à la pandémie, la Fed a considérablement assoupli sa politique monétaire et introduit un plan de relance global. Ce dernier a contribué à l'essor du commerce mondial, soutenu la disposition au risque et avec elle les marchés émergents. Mais la page est tournée. La hausse de l'inflation oblige la majorité des banques centrales à durcir leur politique monétaire. La demande extérieure de biens s'essouffle progressivement et la guerre en Ukraine crée une incertitude géopolitique. Le tout sur fond de nette dégradation des données fondamentales de nombreux pays émergents. En dix ans, les déficits budgétaires et de la balance des paiements courants se sont fortement creusés. Désormais, la hausse des taux exerce une pression considérable au refinancement dans une majorité de ces pays. Certains marchés plus petits et plus risqués, les « marchés frontières » sont particulièrement exposés, en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique latine,

Graphique 1 : L'inflation globale, volatile, et la sous-jacente s'envolent



Graphique 2 : Des taux élevés et l'incertitude pèsent sur l'économie en Amérique latine



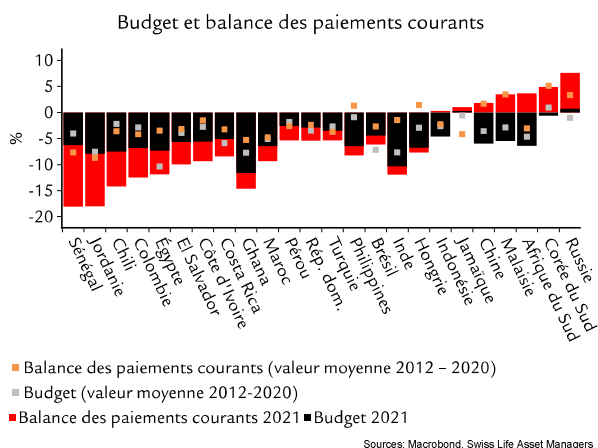
comme le Sénégal, la Jordanie, l’Egypte ou le Salvador (voir graphique 3). Dans le scénario le plus défavorable, les défauts de crédit de ces pays pourraient renforcer l’aversion au risque vis-à-vis des autres grandes économies et fragiliser des Etats lourdement endettés comme le Brésil ou l’Afrique du Sud.

Convalescence agitée pour la Chine

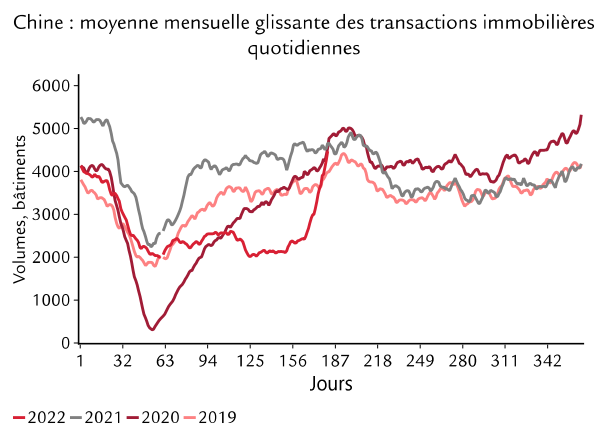
Le mois de juin a marqué la fin de deux mois de confinement à Shanghai. L’économie chinoise se remet doucement. Les données économiques de mai montrent déjà une nette reprise. Gagnant 0,7% par rapport à l’an dernier, la production industrielle repasse même légèrement en territoire positif. Les données à haute fréquence en juin indiquent une amélioration plus marquée de la performance économique. Mi-juin, l’indice quotidien des embouteillages des cinq plus grandes villes chinoises a retrouvé son niveau pré-confinement, signe d’une amélioration sur le plan de la mobilité. Le volume de transactions repart dans le secteur immobilier, largement affecté, tout en restant inférieur au niveau de 2021. La lanterne rouge de la reprise reste la consommation. Les ventes quotidiennes de voitures ont certes légèrement augmenté, mais sont nettement en deçà de la moyenne à long terme. C’est un signe que

les consommateurs sont circonspects quant à la conjoncture et réticents à effectuer de gros achats. Cette retenue peut s’expliquer par le taux de chômage, actuellement de 5,9%, bien supérieur à sa valeur de 2021. La situation est particulièrement précaire pour les jeunes, près de 20% des 16 – 24 ans étant sans emploi. La stratégie zéro covid dont ne démord pas Pékin est une autre explication majeure. La réouverture de Shanghai reste par exemple conditionnée à diverses restrictions. En plus de différents lieux, comme les restaurants, qui restent totalement ou partiellement fermés, les habitants de Shanghai doivent régulièrement effectuer un test PCR pour utiliser les transports publics. En outre, tout cas positif entraîne le bouclage du quartier concerné. Tant que la politique zéro covid sera appliquée, le chemin de la reprise économique sera entravé. Un facteur qui pourrait décider la Chine à assouplir son approche serait une vaste couverture vaccinale des populations à risque, au moyen d’une troisième dose. Certes, il n’existe aucune information publiée régulièrement sur le taux de vaccination des différentes catégories d’âge, mais de plus en plus de journaux chinois titrent sur une hausse de celui-ci parmi la population âgée. Cela suggère que le gouvernement se concentre davantage sur la vaccination des personnes âgées, ce qui pourrait lui donner plus de marge de manœuvre pour, le cas échéant, assouplir sa rigueur sanitaire en 2023.

Graphique 3 : Hausse des déficits budgétaires et des balances courantes ces 10 dernières années



Graphique 4 : Chine : l’activité du secteur immobilier a touché le fond



Economic Research



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



Damian Künzi
Economist Developed Markets
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

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. **Norvège :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juillet 2022

Taux d'intérêt et obligations

Choc et stupeur

Etats-Unis

- Forte volatilité des rendements des T-Bonds en juin : l'inflation plus élevée que prévu a fait s'envoler le rendement à 10 ans de plus de 60 pb, à 3,5%, avant une baisse en fin de mois. L'horizon économique se dégradant, les écarts signent +18 pb.
- La Fed a surpris les marchés avec une hausse XXL de 75 pb en juin pour reprendre le contrôle de l'inflation. Les marchés attendent un pic du taux directeur à 3,5% début 2023, mais des baisses au 2^e semestre 2023, car la croissance et l'inflation devraient ralentir.

Zone euro

- Net creusement des écarts de crédit (+38 pb), du fait de la dégradation des fondamentaux économiques et de l'estompement du soutien technique des banques centrales. Les taux ont aussi bondi.
- Malgré l'envolée de l'inflation, la BCE maintient sa trajectoire, cessant ses achats d'actifs maintenant et relevant son taux directeur en juillet. Avec le bond des rendements des obligations d'Etat italiennes et grecques, la BCE met au point un outil anti-fragmentation pour limiter l'envolée des primes de risque des pays périphériques.

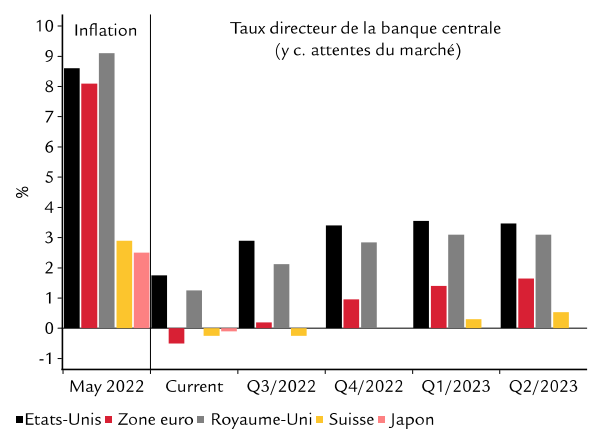
Royaume-Uni

- Des rendements britanniques à 10 ans volatils également : +55 pb avant un repli, clôturant à +25 pb par rapport à début juin.
- La Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 25 pb supplémentaires, six autres hausses sont attendues d'ici décembre.

Suisse

- Comme les taux mondiaux, les rendements des obligations de la Confédération ont bondi en première quinzaine, avant un repli.
- La BNS a surpris avec un relèvement de 50 pb pour contrer la pression inflationniste avant qu'elle soit trop élevée, et devrait à nouveau relever son taux directeur en septembre.

Les marchés attendent déjà une première baisse de taux en 2023 aux Etats-Unis



Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Après avoir sous-estimé l'inflation près d'un an durant, les banques centrales doivent se résoudre à durcir les conditions de financement alors que l'économie mondiale ralentit. Mandats et contextes économiques disparates expliquent la réponse très contrastée des politiques monétaires. Banque d'Angleterre, Fed et BNS ont durci le ton pour faire baisser la demande et atteindre l'objectif d'inflation de 2%. La BCE évoquait déjà de nouveaux achats d'obligations ou des outils anti-fragmentation avant même le premier relèvement. La Banque du Japon n'en a cure : elle s'en tient à son contrôle de courbe des taux, quitte à mettre une pression supplémentaire sur le yen. Mais les taux plus élevés et la fin des achats d'actifs ont déjà touché les marchés financiers, dont la valorisation a perdu des milliards ces derniers mois. Le mantra voulant qu'une économie forte puisse gérer des taux élevés ne résiste pas aux données pointant une décélération alors que l'inflation élevée s'installe durablement. Un nouveau tour de vis s'annonce, et la probabilité d'une récession des deux côtés de l'Atlantique croît. Le contexte macroéconomique défavorable n'aidera pas les rendements à 10 ans, et nous allons limiter notre position en duration courte. Les écarts de crédit sur les emprunts d'entreprises devraient croître.

Actions

Le spectre de la récession déprime les marchés

Etats-Unis

- Encore un mois affreux pour les actions américaines, le marché entrant en phase baissière. En juin, il a cédé 7,4%, et 20,5% depuis janvier 2022.
- Ce déclin éclair de la valorisation est historique. Toutefois, avec un ratio P/E (cours actuel divisé par les bénéfices attendus en un an) attendu à 16,8, la valorisation est neutre, mais pas encore avantageuse.
- Les prévisions de croissance des bénéfices et des marges ont peu baissé malgré la hausse du risque de récession.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a perdu 6,6% en juin, et 16,3% depuis janvier 2022.
- Avec un P/E prévisionnel tutoyant 12, sa valorisation est intéressante, mais la BCE va entamer le cycle de relèvement et la guerre en Ukraine affecte l'économie.

Royaume-Uni

- Le marché britannique n'a pas pu se démarquer de ses homologues le mois dernier. Cédant 3,2% en juin, il affiche +3,8% en 2022.
- Parmi les grands marchés, c'est le plus avantageux. Mais la Banque d'Angleterre relève rapidement ses taux, et les prévisions de croissance pour 2023 sont mornes.

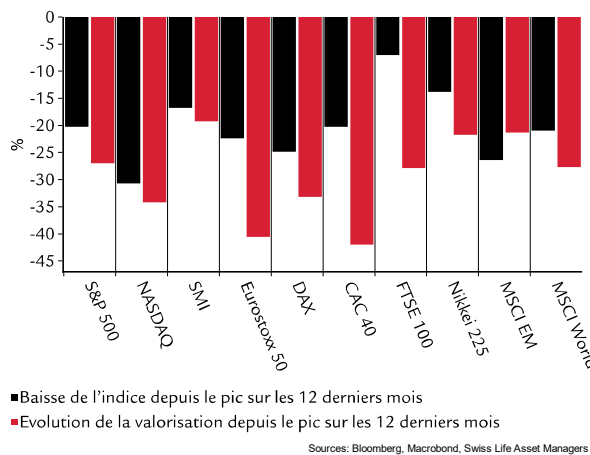
Suisse

- Le marché suisse a cédé 6,7% en juin, et 15,4% depuis janvier. Sa nature défensive ne s'est pas traduite par de meilleurs rendements.
- Certains poids lourds du SMI affichent des valorisations inédites depuis des années.

Marchés émergents

- Repli de 4,1% en juin sur les marchés émergents. Depuis janvier, la performance est de -15,4% en USD, mais de -11,6% en devise locale.
- Après une longue phase de sous-performance, une stabilisation émerge, et le marché a récemment légèrement surperformé les marchés développés.
- La pression à relever les taux est moindre, les taux réels étant en majorité positifs. En outre, Pékin déploie l'arsenal budgétaire et monétaire en raison des graves répercussions de sa politique zéro covid. Nous surpondérons désormais les actions des marchés émergents.

Nombre d'indices glissent en territoire baissier



Ces dernières semaines, la plupart des marchés des actions mondiaux sont entrés en phase baissière (perte de 20% ou plus entre le pic et le creux). Le marché mondial cède environ 20%, et le Nasdaq Composite Index plus de 28%. Les valorisations mesurées par le ratio P/E prévisionnel ont baissé au moins autant que les cours. Toujours selon cette mesure, la baisse de valorisation est comprise entre 25% et 45%. Ce marché baissier, contrairement à la majorité, n'est pour l'heure pas du fait des prévisions de bénéfices en baisse. Les valorisations actuelles sont au niveau des moyennes historiques. Celle des actions sera ainsi neutre si les bénéfices ne sont pas revus à la baisse. Toutefois, par rapport aux points bas des précédentes phases baissières, de récession et de forte inflation, les valorisations actuelles restent élevées. En 2001 - 2003 et 2008 - 2009, les deux dernières phases baissières du marché américain, les creux de valorisation (ratio P/E prévisionnel) étaient respectivement de 15 et 12. Le ratio actuel est de 16,8. Mais à l'époque, les taux d'intérêt réels étaient nettement supérieurs. Autre risque, celui du niveau record des marges bénéficiaires et des prévisions de croissance des bénéfices d'environ 10% pour 2022 et 2023. Lors d'une légère récession - notre scénario de référence - un tel niveau de prévision est trop élevé, et les marges devraient baisser. La publication des bénéfices du T2 2022 en juillet sera une indication pour établir des prévisions à cet égard. D'une part, la valorisation actuelle du marché des actions semble bien plus intéressante qu'il y a un an. De l'autre, les marchés n'ont pas encore pleinement anticipé une légère récession. Une position légèrement défensive est donc indiquée, même si un bref rebond peut se produire à tout moment.

Devises

EUR/CHF : la parité, nouvelle réalité

Etats-Unis

- En juin, l'USD – ainsi que le CHF – a signé la meilleure performance parmi les grandes devises, gagnant près de 3% (pondéré des échanges).
- Les attentes d'un nouveau tour de vis de la Fed allant croissant et le sentiment général d'aversion au risque ont contribué à la vigueur du billet vert.
- Selon nous, la Fed reste plus déterminée à combattre l'inflation que ses consœurs en Europe et au Japon, motivant notre prévision de hausse de l'USD au prochain trimestre.

Zone euro

- En juin, l'EUR a cédé face à l'USD et au CHF, mais s'apprécie face à la GBP et aux devises nordiques.
- Montée des risques de récession et des inquiétudes quant aux écarts de crédit des pays méridionaux vont pousser le directoire de la BCE à la prudence malgré l'inflation élevée. L'euro devrait encore perdre du terrain face à l'USD et au CHF ces trois prochains mois.

Royaume-Uni

- Timide mois de juin pour la livre sterling, les données économiques traduisant un ralentissement de la dynamique.
- Nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD ce prochain trimestre, mais la GBP devrait évoluer latéralement face à l'EUR.

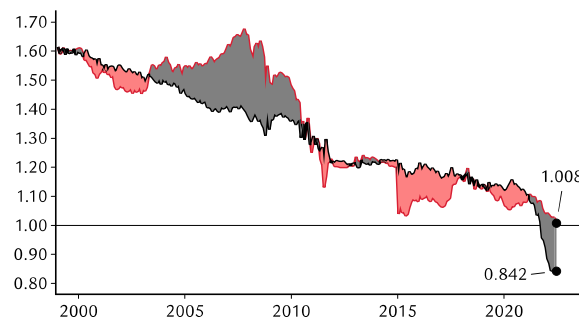
Suisse

- Le franc a profité de la hausse surprise de taux par la BNS et atteint la parité avec l'euro fin juin.
- L'actuelle aversion au risque parmi les investisseurs, les tensions géopolitiques, les risques de récession et une BNS proactive sont autant d'arguments en faveur d'une appréciation face à l'EUR ce prochain trimestre.

Japon

- La Banque du Japon s'est défendue de spéculations contre sa politique de contrôle de la courbe des taux. L'écart face aux autres marchés développés s'est creusé et le yen s'est encore déprécié.
- La paire USD/JPY a atteint un niveau record depuis 1998 et pourrait encore grimper à court terme, Tokyo étant disposée à maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste. Mais sur un horizon trimestriel, la paire USD/JPY devrait reculer légèrement, le yen étant notoirement sous-évalué.

Parité EUR/CHF, mais le franc peut-être toujours sous-évalué



— Taux au comptant EUR/CHF
— Juste valeur dans le modèle de parité de pouvoir d'achat basé sur les prix à la production
■ CHF sous-évalué ■ CHF surévalué

Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

La Banque nationale suisse (BNS) a fait sensation en relevant son taux directeur de 50 pb lors de sa réunion trimestrielle du 16 juin dernier. Un mouvement qui nous a surpris, comme la plupart des acteurs du marché, par sa précocité. Le franc s'est ainsi apprécié d'environ 2% face à toutes les grandes devises juste après l'annonce. Il a continué ainsi pour atteindre la parité face à l'euro le 29 juin. L'élément le plus intéressant n'est pas la hausse de taux elle-même, mais le changement dans la communication à propos de la devise nationale. Les jours où la BNS se plaignait du franc fort sont révolus, elle semble désormais l'apprécier, car c'est une digue face à l'inflation importée. Ce changement majeur de politique est le fruit du gigantesque différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro, qui a fait baisser la « juste valeur » de la paire EUR/CHF. Il est possible d'estimer la juste valeur d'une devise en observant la parité de pouvoir d'achat, soit le taux de change permettant d'acheter la même quantité de bien dans les deux économies considérées. Selon les prix à la consommation, le CHF reste surévalué par rapport à l'EUR ; le niveau de prix en Suisse est donc en moyenne supérieur à celui en zone euro. Mais selon les prix moyens à la production, comportant davantage de biens échangeables et plus pertinents pour estimer la compétitivité des exportateurs suisses que les prix à la consommation, le franc est nettement sous-évalué selon Bloomberg (voir graphique). Le franc devrait donc s'apprécier davantage sans pour autant rendre nerveux le Conseil de la BNS.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
🐦 @Homberger_A



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian

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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juillet 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Un mois à oublier

Résumé

- La fin du cycle de taux d'intérêt bas, la forte inflation, les difficultés logistiques, le covid et les tensions géopolitiques freinent l'économie mondiale. Une légère récession en 2023 reste donc notre scénario de référence.
- Les banques centrales sont devenues bien plus agressives pour contenir l'inflation. Toutes, sauf celle du Japon, auront commencé à relever leur taux directeur d'ici juillet 2022.
- Les valorisations des obligations et des actions sont plus intéressantes, mais restent neutres. Les premières sont plus attractives relativement aux secondes, mais les taux d'intérêt réels sont toujours bas.
- Vu le risque de récession allié à la hausse des taux de banques centrales, nous gardons un positionnement défensif.

Taux d'intérêt et obligations

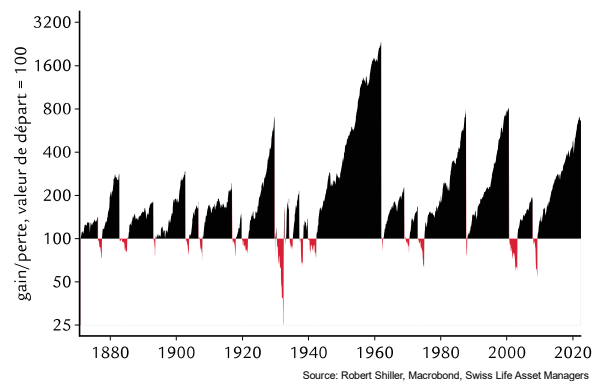
- Les rendements des obligations d'Etat ont gagné entre 1,5% et 2,2% depuis début 2022. En juin, ils ont connu une nouvelle hausse de 0,3% à 0,5%.
- Le marché mondial des emprunts d'entreprises baisse depuis janvier (investment grade -14,4%, high yield -14,0%, marchés émergents en USD -19,5%). La correction du marché obligataire est inédite.
- A la surprise générale, la BNS a relevé ses taux de 0,5% en juin. La BCE débutera son cycle de relèvement en juillet.

Actions

- En USD, depuis début 2022, les marchés des actions des grandes économies cèdent 19,3%, les émergents 15,4%. Le mois de juin a été horrible, avec respectivement -7,3% et -4,0%.
- La valorisation des marchés des actions progresse, mais les primes de risque sur actions, mesurant l'attractivité relative face aux obligations, s'effondrent. Une contraction des marges des entreprises est probable, et les prévisions de bénéfices ne reflètent pas pleinement la perspective d'une légère récession.

Les marchés baissiers durent généralement un à deux ans

Marché américain des actions depuis 1871 : performance cumulée durant les marchés haussiers (noir) et baissiers (rouge)



La phase baissière (définie par une correction de 20% ou plus entre le pic et le creux) est engagée pour les actions, et les marchés obligataires ont connu leurs plus lourdes pertes en plus de 40 ans. Un repli simultané de cette ampleur est proprement inédit. Notre scénario prévoyant une légère récession, penchons-nous sur les précédentes périodes similaires. Premier constat : presque toutes les phases baissières des actions coïncident avec une récession, alors que ce n'est généralement pas le cas pour les marchés obligataires. Autrement dit, ces derniers permettent la diversification quand les actions souffrent. Depuis 1870, 17 phases baissières ont eu lieu aux Etats-Unis (voir graphique). Elles sont généralement courtes (un à deux ans), alors que les marchés haussiers durent bien plus en moyenne. La fréquence d'apparition moyenne est de huit à dix ans, les pertes sont de 25% à 50% (sauf en 1929), et souvent colossales en cas de grave récession simultanée. Avec une légère récession à l'horizon, des pertes de l'ordre de 50% sont donc improbables.

Implications pour notre portefeuille

Prudence donc : nous surpondérons liquidité et immobilier, maintenons la sous-pondération des obligations et sous-pondérons les actions. Si l'opportunité se présente, nous pourrions déployer nos liquidités.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Product Specialist
Equity and Multi Asset
andreas.homberger@swisslife-am.com
@Homberger_A

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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.