

Mai 2022

A retenir

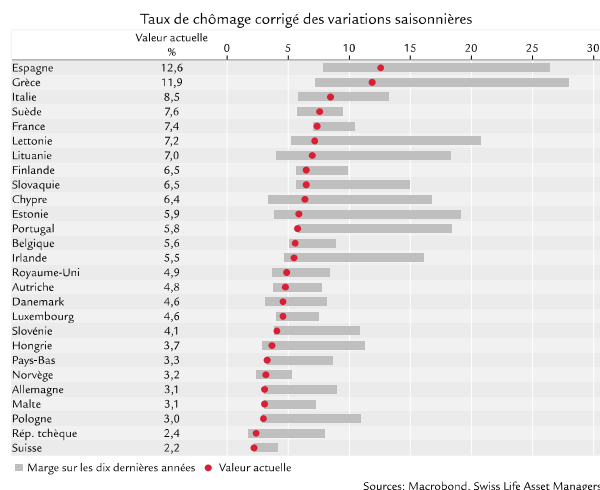
- Guerre, pénurie persistante d’approvisionnement et hausse du coût du crédit : l’économie mondiale à la peine
- La légère détente des prix de l’énergie devrait un peu apaiser les taux d’inflation
- La solide demande intérieure en Europe limite le danger immédiat de récession

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 avril 2022

Graphique du mois



Deux ans après le début de la pandémie, le taux de chômage est en deçà de son niveau pré-crise dans de nombreux pays d’Europe occidentale et du Nord. En France, en Allemagne et en Suisse, il signe même un plus bas inédit depuis des années. Une preuve du succès des politiques monétaire et budgétaire coordonnées visant à empêcher une crise économique induite par la pandémie. Avec la guerre en Ukraine, les craintes de récession font de nouveau la une. Toutefois, la solidité du marché de l’emploi soutient la demande des consommateurs et indique, associée à la forte inflation actuelle, une pression salariale renforcée. Les banques centrales devraient répondre par une normalisation de la politique monétaire.

Etats-Unis

Les prestataires s'essoufflent

Croissance du PIB

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

La guerre en Ukraine touche l'économie américaine principalement indirectement, via la hausse des prix des matières premières. La rapide hausse des taux et les potentielles difficultés d'approvisionnement des biens de consommation chinois, du fait des confinements et retards dans les ports de Chine, sont bien plus menaçantes. Depuis début 2022, le taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe à 30 ans est passé de 3,2% à plus de 5%, la plus vive hausse depuis 1980. L'activité de refinancement hypothécaire s'est effondrée, les demandes d'hypothèques pour les acquisitions et le nombre de transactions montrent de premiers signes de faiblesse. La baisse du pouvoir d'achat fait s'essouffler le secteur des services, même si les enquêtes des PMI d'avril témoignent toujours d'une solide croissance. Tout va bien pour l'industrie américaine, qui a même gagné en dynamisme et, contrairement à l'Europe, a eu le plaisir de voir son carnet de commandes se remplir. Le fossé entre la forte demande et l'offre limitée devrait ainsi se combler, ce qui pourrait, pour les produits américains du moins, apaiser quelque peu la pression inflationniste.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,9%	2022 : 7,0%
2023 : 3,0%	2023 : 3,2%

L'inflation américaine a atteint 8,5% en mars, son pic cyclique selon nous. Après la nette hausse des prix de l'énergie en mars, la situation devrait relativement se calmer, alors que l'inflation sous-jacente a surpris à la baisse pour la première fois depuis septembre 2021 (hausse de 10 pb à 6,5%). En cause, un fort repli des prix des véhicules d'occasion, qui restent toutefois supérieurs de 48% par rapport au niveau pré-pandémie. Nous estimons donc que l'inflation finira l'année entre 4% et 5%, malgré la détente ces prochains mois.

Zone euro

Des hypothèses confirmées

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,1%	2022 : 2,8%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

Jusqu'ici, l'évolution de la guerre en Ukraine et les dernières données conjoncturelles confirment les hypothèses de notre scénario de référence. Le conflit se concentre surtout à l'est du pays, tandis que les acheteurs européens hésitent à boycotter les livraisons de gaz russe. En France et en Slovaquie, les forces pro-européennes ont remporté les élections et les adhésions prévisibles de la Suède et de la Finlande à l'OTAN augurent d'un nouveau rapprochement des partenaires européens. Hélas, notre scénario de référence ne prévoit pas de fin rapide à la guerre, mais plutôt une impasse prolongée. Pour que l'économie atterrisse en douceur dans ce contexte, la résorption rapide des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie est tout aussi nécessaire qu'une normalisation prudente de la politique monétaire de la BCE. Indépendamment de l'éclatement de la guerre dans le voisinage, les nouveaux confinements chinois et le net creusement des écarts de crédit sont des risques conjoncturels importants pour les Etats membres méridionaux de l'UEM. Pour l'heure, la solidité du marché du travail (voir page 1) et l'augmentation des dépenses publiques soutiennent la demande intérieure.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,2%	2022 : 6,5%
2023 : 2,3%	2023 : 2,4%

Depuis novembre 2021 et partout dans la zone euro, l'inflation est supérieure à la cible de la BCE, à savoir 2%. Là où l'énergie pèse lourd dans le panier de l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel en mars 2022 a même atteint des valeurs à deux chiffres. Une évolution qui risque de voir les anticipations d'inflation se détacher de leur ancrage. Le cours des emprunts à dix ans de l'Etat français ou des Bunds indexés sur l'inflation permet de déduire un taux d'inflation annuel théorique de 2,9%, soit plus de 90 pb de plus qu'avant l'invasion russe en Ukraine.

Allemagne

Des signes de stabilisation

Croissance du PIB

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

Dans notre dernière analyse, nous citons la différence entre les indicateurs du moral et ceux de l'activité effective. Les dernières données de l'indice ifo du climat des affaires le démontrent clairement. Les chiffres de la situation des entreprises (activité) ont évolué latéralement en avril alors que ceux des perspectives commerciales (moral) se sont redressés après un net repli en mars. Malgré tout, l'activité industrielle stagne : si l'on corrige les données du PMI industriel des valeurs élevées des délais de livraison, la dynamique industrielle en avril a piétiné par rapport à mars. La consommation effective d'électricité lors des semaines passées, à titre d'indicateur de la production industrielle, confirme ce constat. Le secteur secondaire allemand souffre autant de la hausse du prix de l'énergie que des récentes ruptures d'approvisionnement. La situation est tout autre dans le tertiaire allemand: dans ce secteur axé sur la demande intérieure, le PMI affiche une croissance ininterrompue depuis début 2022. Malgré la guerre à l'Est, il n'y a pour l'instant pas de signe d'un risque de vaste récession.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,9%	2022 : 6,3%
2023 : 2,7%	2023 : 2,7%

Les indicateurs avancés de l'inflation en avril ne seront publiés qu'après la clôture de la rédaction. Nous prévoyons une hausse de l'indice des prix à la consommation de 0,4% par rapport au mois précédent, soit une baisse du renchérissement annuel de 7,3% à 7,0%. Signe d'une légère détente, les prix des carburants sont en baisse de plus de 10% depuis mi-mars. Une nouvelle baisse des prix de l'énergie représenterait un risque considérable de révisions à la baisse des prévisions. S'ils restent stables, l'inflation devrait toutefois rester supérieure à 2,0% jusqu'à mi-2024.

France

« LREM – One More Time »

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,2%	2022 : 3,1%
2023 : 1,5%	2023 : 1,8%

« One More Time » et « Hymne à la joie » : c'est au son de Daft Punk et de Beethoven qu'Emmanuel Macron a fêté sa réélection. Des réformes du marché du travail réussies (voir Graphique du mois en page 1) et une stature internationale ne masquent pas le fait que la moitié des électeurs français ont donné leur voix aux extrêmes de l'échiquier politique, à droite ou à gauche. D'ici les élections législatives de juin, un certain flou entoure la latitude d'action du président reconduit. Les conditions-cadres économiques actuelles semblent favorables : les données disponibles depuis le 24 février indiquent une dynamique conjoncturelle résistante. Selon les indicateurs avancés du PMI des services, ce dernier a atteint en avril son niveau le plus élevé depuis janvier 2018. La levée des dernières mesures de restriction a donné des ailes à la consommation des ménages et au tourisme international. Si les enquêtes indiquent une nette baisse de moral des entreprises allemandes, celles menées en France dans l'industrie manufacturière révèlent une poursuite de l'essor économique ces prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,9%	2022 : 4,2%
2023 : 2,1%	2023 : 2,1%

A la différence du moral des entreprises, celui des ménages français est en berne d'après les sondages. Outre les craintes liées à la guerre en Ukraine, la baisse du pouvoir d'achat préoccupe de plus en plus la population. D'après notre dernière estimation (en supposant des prix stables de l'énergie sur les marchés internationaux des matières premières), l'inflation devrait avoir atteint un pic à 4,6% en avril. Nous prévoyons ensuite un repli. Selon notre scénario de référence, l'inflation devrait repasser sous 3,5% au 4^e trimestre 2022.

Royaume-Uni

Un solide 1^{er} trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,1%	2022 : 3,9%
2023 : 1,7%	2023 : 1,4%

Les données disponibles suggèrent que parmi les grandes économies, la britannique a signé la plus forte croissance au 1^{er} trimestre. Le secteur tertiaire est particulièrement dynamique : après le creux hivernal, l'hôtellerie-restauration a p. ex. retrouvé son niveau pré-crise en février. Bien plus importante encore, l'évolution positive des exportations de services, aussi essentielles outre-Manche que celles des marchandises, en hausse de 13,5% sur un an, nullement affectée par le Brexit. Les dépenses des ménages se sont reportées des biens vers les services : depuis le pic d'avril 2021, les ventes au détail réelles sont en repli. Le secteur immobilier reste un frein majeur à l'économie britannique. En février 2022, sa création de valeur était encore inférieure de 2,4% au niveau pré-crise, et la probabilité d'un rebond rapide dans un contexte de hausse des taux est faible. Le début du 2^e trimestre a été plus difficile : l'enquête d'avril auprès des directeurs d'achat montre des signes de faiblesse, notamment concernant les composantes d'anticipation. Ainsi, les carnets de commandes s'allègent dans le secteur tertiaire comme secondaire, notamment concernant les commandes venant de l'étranger pour ce dernier.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,0%	2022 : 7,2%
2023 : 3,5%	2023 : 3,9%

Inflation globale (à 7,0%) comme sous-jacente (à 5,7%) ont de nouveau livré de bonnes surprises en mars. Un nouvel accès inflationniste guette en avril, car le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité va disparaître. Accélération de la hausse moyenne des salaires également, de 4,8% en janvier à 5,4% en février (aucune donnée disponible pour mars). La baisse du salaire réel reste donc moins sensible pour les employés britanniques que pour leurs pairs de la zone euro.

Suisse

Les exportations ralentissent

Croissance du PIB

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

La consommation des ménages reste insensible à l'éclatement de la guerre en Ukraine, et la reprise de l'activité de déplacement internationale mesurée au départ de l'aéroport de Zurich se poursuit. La demande des ménages en biens et services est soutenue par un marché de l'emploi performant et la levée des dernières mesures de lutte contre la pandémie. En apparence contradiction avec les affirmations ci-dessus, l'indicateur de l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO pointe un ralentissement de la dynamique conjoncturelle depuis fin février. Toutefois, le SECO note que ce fléchissement réside principalement dans la normalisation des volumes d'exportation des sociétés pharmaceutiques et chimiques. Les dernières données du PMI collectées par Raiffeisen Suisse pour les PME soulignent un rebond des secteurs axés sur le marché domestique. Ainsi, nous nous abstenons toujours d'une nette révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2022. Si en début d'année nous estimions la croissance moyenne à 2,6%, notre estimation actuelle est à peine inférieure, à 2,5%. Sur la même période, le consensus a ramené la sienne de 3,0% à 2,6%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,8%	2022 : 2,0%
2023 : 0,7%	2023 : 0,9%

A 2,4% en mars 2022, le taux d'inflation franchit à nouveau la limite supérieure de la cible de la Banque nationale suisse (de 0% à 2%). Selon nos calculs, l'inflation devrait avoir dépassé son pic cyclique au 2^e trimestre. La forte part de prix définis par l'administration dans le panier de mesure des prix à la consommation signifie que la répercussion de la hausse des prix d'achat sera décalée. Le renchérissement restera donc perceptible en 2023.

Japon

L'Etat pompier

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 2,1%
2023 : 1,6%	2023 : 1,8%

En avril, la chute irréfrenée du yen a animé le débat politico-économique nippon. Depuis début mars et malgré les tensions géopolitiques, la devise japonaise a cédé près de 10% au dollar américain, notamment du fait de la hausse de la différence de taux. Cela renchérit les importations, aggravant la problématique de la hausse des prix de l'énergie au Japon, qui dépend à 100% de l'étranger pour les combustibles fossiles (charbon excepté). L'expérience récente dans l'archipel montre que l'inflation importée n'entraîne quasiment jamais de hausse notable des salaires ou des prix pour les biens d'exportation ; *in fine*, elle pèse sur la consommation et l'investissement. Le gouvernement de Fumio Kishida a donc annoncé un plan de 6200 milliards de yens (environ 45 milliards d'euros) pour absorber ces effets néfastes potentiels. Il s'agit d'un bouquet de mesures, notamment des subventions aux grossistes en carburants, des transferts directs aux ménages à faible revenu et des contributions publiques aux coûts du crédit pour les PME. Les données économiques se montrent étonnamment stables. En avril et pour la première fois depuis décembre 2021, le PMI des services a franchi le seuil de croissance, les carnets de commandes sont stables dans l'industrie et le taux de chômage est tombé à un modeste 2,6% en mars.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,7%	2022 : 1,6%
2023 : 0,7%	2023 : 1,0%

L'inflation grimpe aussi au Japon, mais part de bien plus bas. En mars, l'inflation globale est passée de 0,9% à 1,2%, alors que la variante nipponne de l'inflation sous-jacente, excluant les denrées alimentaires et l'énergie, est passée de -1,0% à -0,7%. L'inflation va encore augmenter, mais probablement pas au point de nécessiter un tour de vis de la banque centrale au niveau des taux.

Chine

L'économie subit le confinement

Croissance du PIB

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

Bien que la croissance économique chinoise au 1^{er} trimestre (+4,8%) par rapport à l'an dernier soit plus forte que prévu, la vague Omicron a laissé des traces, et les chiffres de mars ne mentent pas. Avec le confinement de la mégapole financière de Shanghai fin mars, la conjoncture va souffrir au 2^e trimestre. Les indicateurs à haute fréquence comme la mobilité ou les ventes quotidiennes de véhicules augurent déjà d'un ralentissement qui s'intensifie en avril. Selon nous, la croissance chinoise va baisser au 2^e trimestre 2022 par rapport au premier, et nous abaissons notre prévision de 5% auparavant à 4,5% désormais. De nombreuses provinces prenant des mesures préventives pour éviter un confinement strict comme dans la mégapole financière, le covid y reste globalement circonscrit. Cette attitude motive l'hypothèse voulant que la Chine ne se retrouve pas dans une situation où un confinement national doit être décrété. La rapide propagation d'Omicron demeure toutefois un risque majeur pour notre prévision. De plus, les ruptures des chaînes logistiques affectent l'activité de production dans le pays, et les conteneurs s'accumulent dans le plus grand port au monde. Le confinement de Shanghai pèse non seulement sur l'économie nationale, mais aussi sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,1%
2023 : 2,0%	2023 : 2,2%

En mars, l'inflation chinoise était contenue, à 1,5%. La hausse mondiale des prix des produits agricoles a certes renchéri certains articles comme la farine et l'huile, mais le prix du porc, qui pèse 2,5% dans l'indice chinois des prix à la consommation, a baissé sous l'effet de l'offre croissante. De plus, les mesures de confinement entravent la consommation, ce qui maintient l'inflation sous-jacente à un faible niveau.

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



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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.

Mai 2022

Taux d'intérêt et obligations

La tendance haussière des taux devrait se maintenir

Etats-Unis

- Les taux d'intérêt à long terme augmentent encore en avril, sur fond de vigueur économique et d'envolée de l'inflation. Les rendements réels à 10 ans sont revenus à zéro. Hausse des intérêts à court terme, à mesure qu'approche le durcissement plus rapide de la politique monétaire.
- Le marché attend un taux directeur de la Fed en hausse jusqu'à 2,25% d'ici fin 2022. Selon nous, un relèvement de 50 pb suivra chacune de ses réunions, en mai et en juin.

Zone euro

- Les prix de l'énergie en hausse attisent encore l'inflation. Hausse notable des rendements des obligations d'Etat lors des premiers mois de 2022. La guerre en Ukraine pèse sur l'économie, mais les PMI d'avril traduisent pour l'instant un effet limité. L'Allemagne est l'économie européenne la plus touchée.
- La BCE réduit son programme de rachats d'actifs et devrait y mettre un terme au 3^e trimestre 2022. Certains responsables ont laissé entendre que le relèvement des taux pourrait intervenir dès juillet. C'est peu probable selon nous ; la première hausse devrait être pour septembre, avant une seconde en décembre.

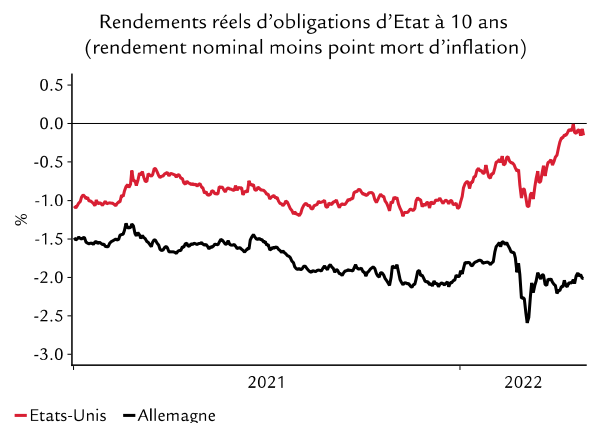
Royaume-Uni

- Le rendement des gilts progresse, mais moins que dans la zone euro.
- La Banque d'Angleterre devrait relever ses taux deux nouvelles fois cette année, soit quatre au total en 2022.

Suisse

- Les taux d'intérêt ont suivi la même courbe que leurs pendants européens. Les obligations à rendement négatif ont quasiment disparu.
- Selon nous, la BNS ne relèvera pas ses taux avant que la BCE le fasse, et donc pas avant décembre.

Retour à zéro des rendements réels américains



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Vive hausse des rendements des obligations d'Etat depuis début 2022, portée par la forte inflation exacerbée par la flambée des prix de l'énergie et des matières premières, conséquence de la guerre en Ukraine. Aux Etats-Unis, la marque neutre des rendements réels attendus est presque atteinte. C'est un signe de conditions favorables pour les affaires. En Europe, les rendements réels sont ancrés en territoire négatif, l'économie y étant davantage affectée par la guerre. Les PMI d'avril indiquent toutefois un effet limité pour l'instant. Mais l'heure n'est pas aux bilans, car le conflit pourrait s'enliser. L'incertitude économique demeure élevée, car l'arrêt des livraisons de gaz russe est un risque qui affecterait lourdement l'Allemagne. En Chine, la stratégie zéro covid entraîne le confinement de villes clés, et la chaîne logistique pourrait s'en voir affectée. L'inflation pourrait ainsi progresser et entraver la croissance économique. L'envolée des taux d'inflation a entraîné une volte-face des banques centrales. Le resserrement des conditions financières va restreindre l'activité de crédit des banques, alimentant le risque de récession en 2023 et notre prudence sur le risque de crédit. Nous pensons également que les rendements des obligations d'Etat vont augmenter à court terme, mais moins rapidement. Les banques centrales augmentant leur taux directeur, les courbes devraient s'aplatir.

Actions

Forte inflation, faible croissance : les marchés peinent

Etats-Unis

- En avril, le marché américain a cédé pas moins de 7,9%, signant -12,8% depuis début 2022.
- Les marges bénéficiaires ont commencé à reculer au T3 2021, et il y a fort à parier que la tendance se poursuive. Le consensus du marché attend cependant des marges record au T3 2022. La saison des résultats a bien démarré.
- Le marché américain reste plus cher que les autres (rapport cours/bénéfice (P/E) : 21) et la hausse des rendements réels et nominaux rend les actions moins intéressantes que les obligations.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a perdu 3,5% en avril, et 12,3% en 2022.
- Comme outre-Atlantique, les résultats attendus nous semblent trop optimistes. Mais à l'inverse du marché américain, les taux d'intérêt réels restent négatifs, et la valorisation tutoie les moyennes historiques (P/E : 15).

Royaume-Uni

- Après des années d'atonie, le marché britannique surperforme ses pairs en 2022, cédant certes 0,7% en avril, mais gagnant 4,0% depuis le début de l'année. En 2022, c'est le seul grand marché à être dans le vert.
- Sa valorisation reste la plus faible des marchés développés, et ses pondérations sectorielles dans l'énergie et les matériaux les plus fortes.

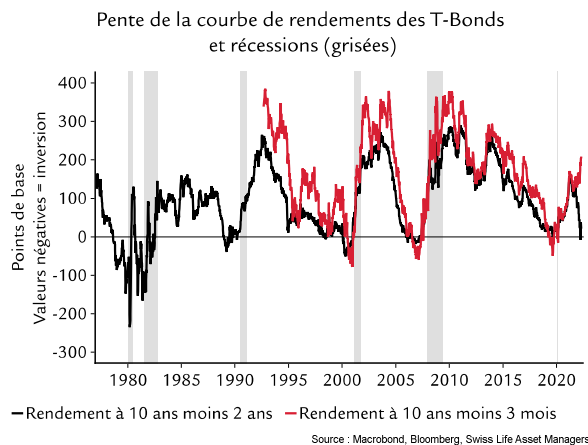
Suisse

- Le marché suisse a cédé 0,5% en avril, et 6,4% depuis début 2022.
- Il a profité de la forte performance des pharmaceutiques en première quinzaine d'avril et du caractère globalement défensif.
- En termes de valorisation, le marché suisse est le plus cher derrière les Etats-Unis (P/E : 16,5). Cette nature défensive justifie selon nous une prime de valorisation dans le contexte de marché actuel.

Marchés émergents

- Encore une fois, ces marchés sont à la traîne, signant -14,8% depuis janvier, et -8,4% en avril.
- Ils sont nombreux à pâtir des prix élevés de l'alimentaire, de l'énergie et des produits agricoles. En Chine, de nouveaux confinements font tousser l'activité économique et les expéditions.

Etats-Unis : inversion de courbe, signe classique de récession



Historiquement, l'inversion de la courbe des rendements est le meilleur indicateur de marché d'une récession. Depuis 1967, toutes les récessions ont succédé à une inversion, mais la réciproque n'est pas systématique. Une inversion de la courbe des taux signifie que les acteurs du marché attendent une baisse des taux directs, un signe classique d'une récession. Mais actuellement, une brève inversion sur une seule échéance (10 ans moins 2 ans) ne suffit pas : il faudrait que l'inversion dure au moins un à trois mois, et que la courbe à 10 ans moins 2 ans et celle à 10 ans moins 3 mois s'inversent. Ces deux conditions ne sont pas réunies (voir graphique). La comparaison avec le taux à 3 mois est quelque peu trompeuse, car la Fed a du retard quant à la fixation d'un taux adéquat pour le marché monétaire. Défiant l'intuition, une inversion de la courbe des rendements n'induit pas des rendements négatifs des actions sur les 6 à 12 mois qui suivent. Depuis 1967, le marché américain des actions a en moyenne atteint un pic seulement onze mois suivant l'inversion et ce pic intervenait en moyenne cinq mois avant le début de la récession. Ainsi, l'intervalle moyen entre l'inversion de la courbe et la récession est de 16 mois. Le rendement moyen du marché des actions entre le début de l'inversion et le pic est de 15% ; il a été négatif une seule fois, lors du premier choc pétrolier de 1973, où le pic est intervenu avant l'inversion. Cette analyse permet de tirer deux conclusions. Primo, l'inversion actuelle n'est selon nous pas encore significative. Secundo, le potentiel de perte de performance est important en cas de vente prématurée des actions.

Devises

Une vigueur infinie du billet vert ?

Etats-Unis

- L'USD n'en finit pas de gagner du terrain face aux principales devises, sur fond de hausse des rendements des obligations d'Etat, d'anticipation d'un tour de vis plus vif de la Fed et de risques géopolitiques.
- DXY, l'indice de l'USD face à un panier de devises majeures, s'est apprécié de plus de 8% depuis début 2022, atteignant son plus haut depuis 20 ans.

Zone euro

- L'EUR a cédé quelque 5% à l'USD en avril, mais a surpris par sa stabilité face aux autres devises européennes, à savoir GBP, CHF, SEK ou NOK.
- L'inflation bondit encore en zone euro, et la normalisation devrait intervenir plus tôt que prévu selon nous, un premier relèvement étant probable au 3^e trimestre. De ce côté de l'Atlantique, les rendements obligataires à long terme peuvent encore progresser, limitant la baisse de la paire EUR/USD malgré les risques élevés issus de la guerre en Ukraine. Nous sommes neutres sur la paire EUR/USD pour le prochain mois.

Royaume-Uni

- La vigueur générale de l'USD a fait fléchir la paire GBP/USD d'environ 5% en avril.
- Notre position est neutre pour les paires GBP/USD et GBP/EUR pour le prochain mois.

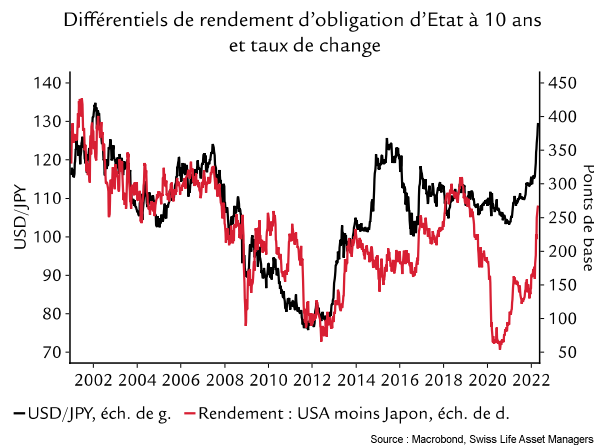
Suisse

- En avril, la paire EUR/CHF a stagné autour de 1,02. A l'instar des autres devises d'Europe, le CHF a cédé 5% à l'USD.
- Le franc va rester prisé vu la situation géopolitique, nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Comme en mars, le yen est la lanterne rouge des grandes devises en avril. La Banque du Japon a en effet surpris le marché par sa rhétorique très conciliante quant à sa future politique monétaire.
- La paire USD/JPY a atteint un pic inédit depuis 20 ans. A ces niveaux élevés, nous devenons neutres sur la paire USD/JPY.

Pic inédit en 20 ans pour la paire USD/JPY



Notre prévision du mois dernier d'un USD neutre était prématurée : le billet vert s'apprécie en avril, surperformant les devises tous marchés développés et émergents confondus. Le mouvement est très prononcé face au yen notamment. Le 28 avril, la Banque du Japon a réitéré sa décision de politique de contrôle de la courbe des rendements, visant à limiter celui des obligations d'Etat à 10 ans à 0,25%. De nombreux analystes attendaient de cette banque centrale une réaction au moins rhétorique à la vente massive du JPY éveillant l'inquiétude des politiques et des ménages. Les rendements nippons à 10 ans gelés à près de zéro, et les américains à 10 ans augmentant inlassablement, le carry s'est renforcé et a poussé le taux de change USD/JPY au-dessus de 130, une première en pile 20 ans. L'USD s'est également apprécié face à l'EUR, même si les rendements des emprunts d'Etat dans l'UEM ont progressé, les attentes d'un resserrement par la BCE allant croissant. La faiblesse persistante de l'EUR tient certainement à l'actualité du front ukrainien, et au danger latent d'un arrêt brutal des livraisons de gaz, susceptible de plonger la zone euro en récession.

Au niveau actuel des taux de change face à l'USD, nous restons neutres sur le triptyque EUR, GBP et JPY en mai. En effet, les rendements américains sont allés suffisamment loin, tout comme les attentes quant au relèvement des taux directeurs. Nous réitérons notre position négative sur la paire EUR/CHF, le différentiel d'inflation élevé et tenace entre la Suisse et la zone euro tirant davantage vers le bas la « juste » valeur de ce taux de change. En outre, le CHF devrait rester prisé vu le contexte géopolitique actuel.

Swiss Life Asset Managers



Patrick Haas
Portfolio Manager Fixed Income
patrick.haas@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.

Mai 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Actions et obligations encore dans le rouge

Résumé

- L'incertitude liée à l'Ukraine reste un risque majeur sur les marchés financiers. Le choc d'offre dans l'énergie tire taux et prévisions d'inflation vers le haut. Les banques centrales des marchés développés haussent le ton.
- L'accès au crédit se durcit du fait de la hausse des taux d'intérêt, des relèvements de taux directeurs et de l'octroi de crédit plus restrictif par les banques. Les taux d'intérêt réels aux Etats-Unis tutoient zéro.
- Les risques de stagflation et de récession sont en nette hausse, mais ne devraient pas se matérialiser à court terme. Nous observons les premiers signes d'un éventuel pic d'inflation.
- Notre préférence va toujours aux actifs réels (actions et immobilier) par rapport aux nominaux (liquidités, obligations sûres).

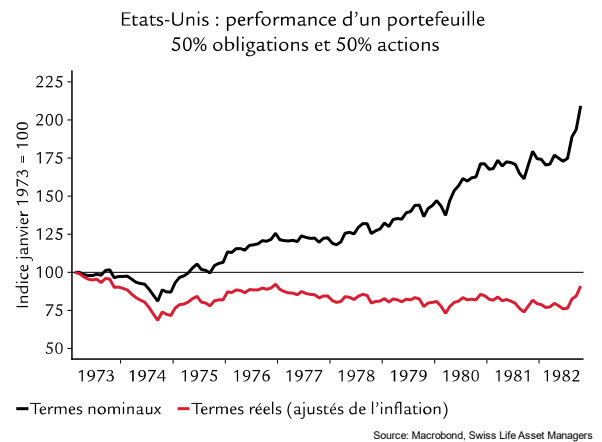
Taux d'intérêt et obligations

- Sur les marchés développés, les rendements des obligations d'Etat à 10 ans ont gagné entre 100 pb et 130 pb depuis début 2022. En avril, ils signent encore +20 pb à +50 pb. La lourde correction actuelle du marché obligataire souverain est inédite.
- Les emprunts d'entreprises baissent depuis janvier (investment grade -10,7%, high yield -7,5%, marchés émergents -14,0%).
- Des rendements qui améliorent l'attractivité des emprunts ; avec 4% à 5% pour ceux des entreprises américaines ; l'argument « there is no alternative » favorable aux actions perd en pertinence.

Actions

- Depuis début 2022, les marchés des actions des grandes économies cèdent 12,7%, les émergentes 14,8%. Forte correction en avril de -7,9% pour les actions mondiales et -8,4% pour les émergentes.
- Historiquement, l'année suivant des crises géopolitiques, inversions de courbe et premiers relèvements de taux est bien plus positive qu'attendu, les rendements signant souvent des performances à deux chiffres.

Années 1970 : stagflation et rendements réels négatifs



La stagflation – croissance atone et inflation élevée – tourmente les marchés. Celle des années 1970 a fait souffrir les marchés des capitaux, surtout en termes réels (ajustés de l'inflation). 1973 a été rude pour les marchés des actions, les pertes en termes nominaux n'ont été neutralisées qu'en 1978. Après 1973, la valorisation a perdu 50%, le ratio cours/bénéfice est resté inférieur à 10 jusqu'en 1982, malgré une hausse des bénéfices d'environ 200%. Les obligations ont surperformé les actions, mais les deux classes d'actifs ont signé des rendements réels négatifs sur la période. De début 1973 à fin 1982, un portefeuille 50/50 a gagné environ 100% en termes nominaux et cédé 20% en termes réels (voir graphique). A contrario, le prix de l'or et du pétrole a été multiplié par 14 dans les années 1970. 50 ans plus tard, il existe des similitudes (valorisation des actions, chocs d'offre), mais aussi des différences de taille (intensité énergétique, situation politique, politique monétaire, niveau des taux).

Implications pour notre portefeuille

L'impact économique de la guerre appelle à la prudence, mais le risque de récession reste limité, et l'inflation pourrait bien vivre son pic. Globalement, nous restons neutres sur les actions, mais surpondérons d'autres actifs réels comme l'immobilier.

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.