

Novembre / décembre 2022

A retenir

- Zone euro : la déprime industrielle marque le coup d'envoi de la récession hivernale
- Etats-Unis : le recul des prix de l'immobilier présage le futur repli de l'inflation cyclique
- Chine : nouvel abaissement des prévisions de croissance en 2023, la vaccination ne progressant pas

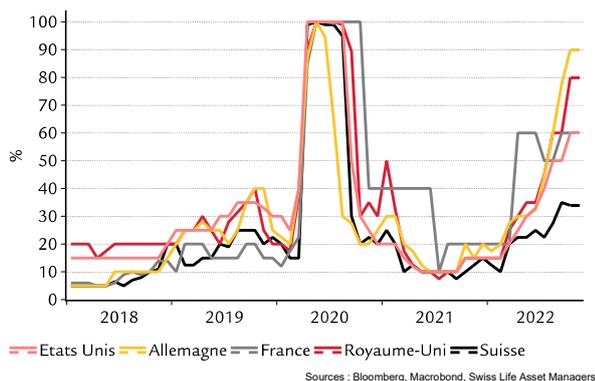
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 octobre 2022

Graphique du mois

Estimation de la probabilité de récession lors des 12 prochains mois



Bloomberg, l'agence de presse économique et financière, interroge régulièrement les économistes à propos du risque de récession de différents pays. Le pronostic médian actuel pour l'Allemagne est une probabilité à 90% d'une récession dans les douze prochains mois. L'estimation est stable pour la France, à 60%, alors que selon les expertes et experts, le risque de récession pour le Royaume-Uni s'est fortement accru récemment. Concernant la Suisse, un atterrissage en douceur de l'économie reste pour l'heure le scénario le plus probable. Le sentiment exprimé dans le graphique concorde en grande partie avec notre évaluation à retrouver dans les pages suivantes.

Etats-Unis

Les prix des logements baissent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,9%	2022 : 1,7%
2023 : 0,4%	2023 : 0,2%

Comme prévu, l'économie américaine a rebondi au 3^e trimestre après la récession technique au 1^{er} semestre, définie comme deux trimestres consécutifs de repli du PIB. Signant 2,6%, la croissance (annualisée) a toutefois été étonnamment solide par rapport au trimestre précédent. Comme prévu également, la consommation des ménages a bien résisté grâce à des effets de rattrapage durables dans le tertiaire, et à une nouvelle baisse du taux d'épargne à 3,1%, une valeur inférieure à la moyenne. Des données compensant la faiblesse persistante de l'investissement privé, principalement imputable à l'effondrement de l'immobilier résidentiel. Cela étant, c'est le commerce extérieur qui a le plus porté la croissance, du fait de la vigueur du dollar conjuguée à des exportations étonnamment soutenues et à une chute des importations. En général, cette dernière n'augure rien de bon pour le futur de la conjoncture. Nous prévoyons toujours un ralentissement progressif de l'économie américaine au 1^{er} semestre 2023 et une récession à partir de mi-2023. En effet, les taux directeurs élevés et leurs effets (notamment la correction des prix des maisons qui s'installe) vont peser de plus en plus sur la consommation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,0%
2023 : 3,9%	2023 : 3,9%

L'inflation outre-Atlantique a passé son pic. La baisse des frais de transport et la résorption des difficultés logistiques devraient faire reculer l'inflation en 2023. Dans le secteur résidentiel, principal pourvoyeur de l'inflation actuellement, une détente s'annonce également. Les prix des maisons reculent, une première depuis 2012, ce qui pourrait faire baisser les valeurs locatives dans l'indice des prix à la consommation. Les loyers des nouveaux biens reculent également, et d'après une étude du Bureau of Labor Statistics, cela n'aura d'effet sur l'inflation des loyers que dans quatre trimestres environ, car l'indice officiel intègre de nombreux loyers existants.

Zone euro

L'industrie au point de bascule

Croissance du PIB

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

Là où elles sont disponibles, les valeurs du PMI de l'industrie esquissent un sombre tableau : la récession prévue dans notre scénario de référence est déjà une réalité dans ce secteur. Les raisons sont évidentes : hausse des coûts de financement et incertitude de l'approvisionnement énergétique pèsent sur les secteurs notoirement cycliques des économies européennes. Les stimuli venus de Chine se font attendre depuis quelques mois, et la situation ne changera pas tant que Pékin maintiendra sa politique zéro covid. Les premiers chiffres du PIB au 3^e trimestre des poids lourds que sont l'Allemagne et la France indiquent toujours un taux de croissance légèrement positif. L'évolution récente de la situation d'approvisionnement énergétique relègue à l'arrière-plan, pour l'heure, les scénarios les plus sombres de rationnement pour l'hiver à venir. Les réserves de gaz en Europe sont pleines, et la production d'électricité d'origine nucléaire en France va être augmentée. Les entreprises gagnent ainsi en certitude pour planifier leurs projets. Les prochains mois n'en resteront pas moins marqués par la récession, notamment en raison d'une baisse de la demande des consommateurs.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,5%	2022 : 8,3%
2023 : 6,2%	2023 : 5,8%

Les indicateurs avancés de l'inflation en octobre dans les pays de l'UEM prouvent bien à quel point il est difficile d'évaluer aujourd'hui les effets à court terme des mesures budgétaires de plafonnement des prix de l'énergie. En Allemagne, en France et en Italie, le renchérissement a allègrement dépassé les prévisions des économistes sondés par Bloomberg, alors qu'en Espagne, l'inflation a reculé de 9,0% à 7,3%. Les prix de marché du gaz et de l'électricité se détendent quelque peu, et sont bien inférieurs aux sommets atteints en août.

Allemagne

Cadeau de Noël coûteux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,7%	2022 : 1,4%
2023 : -0,6%	2023 : -0,9%

La première estimation du PIB pour le 3^e trimestre 2022 indique – malgré un moral en berne – une croissance de +0,3%. La consommation privée a sûrement contribué à cette surprise, ce qui ne change rien au fait que la récession hivernale a officiellement démarré au 4^e trimestre. Malgré une stabilisation, le moral des ménages reste historiquement bas. En octobre, le PMI industriel a chuté de conserve avec la production et la baisse des commandes, et glisse un peu plus sous le seuil de croissance de 50 points. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation signe aussi un nouveau repli. Alors que le PMI témoigne encore d'un solide taux d'emploi dans le secondaire, l'indice ifo le prévoit en baisse et, pour la première fois depuis février 2021, inférieur à zéro. Le pessimisme règne aussi dans le secteur tertiaire, mais sans nette détérioration récemment. Dans les plus de 130 branches concernées par l'enquête ifo, les prévisions quant à l'évolution de la situation économique des six prochains mois sont positives uniquement dans celui, volatil, du conseil aux entreprises.

Inflation

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

Un petit cadeau de Noël attend tout de même les foyers allemands : dans le cadre du plafonnement du prix du gaz, l'Etat devrait prendre en charge l'intégralité de la facture de décembre. De plus, à partir de mars 2023, un plafond de 12 centimes le kilowattheure pour 80% de la consommation de l'année précédente devrait être instauré pour 14 mois. D'ici là, l'inflation, doublée d'une forte volatilité en décembre et janvier, devrait rester élevée. Elle est de 10,4% en octobre, mais nous pensons que le pic n'est pas atteint. Même si l'intervention politique devrait tempérer la hausse des prix de l'énergie en 2023, l'expansion fiscale considérable qui y est associée maintiendra une pression élevée sur les prix à moyen terme.

France

Le nucléaire réalimente le réseau

Croissance du PIB

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

En France, notre hypothèse d'une moindre exposition de l'économie domestique aux tendances de crise par rapport aux autres grandes économies européennes se confirme. Ainsi, la valeur du PMI des services, contrairement à son homologue allemand ou britannique, reste en territoire de croissance au début du dernier trimestre de l'année 2022. Dans l'industrie également, les enquêtes auprès des entreprises témoignent d'une remarquable résilience de l'économie hexagonale. La disposition à déployer de généreuses mesures budgétaires est loin d'y être étrangère. Une analyse qui correspond au constat que le moral des ménages français a moins baissé qu'ailleurs. Il est même en légère amélioration récemment, malgré les premières menaces de grèves. Préserver le pouvoir d'achat des ménages et éviter la crise énergétique lors des mois d'hiver resteront décisifs. Avec la reprise de la production d'électricité de centrales nucléaires qui n'alimentaient plus le réseau et le niveau élevé des réserves de gaz dans toute l'Europe, le spectre d'un rationnement lorsque les températures hivernales seront normales semble conjuré.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,3%	2022 : 5,4%
2023 : 4,9%	2023 : 4,0%

Les indicateurs avancés de l'inflation en octobre ont nettement surpris à la hausse. L'augmentation de 6,2% à 7,1% est imputable au renchérissement des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La mesure dans laquelle les grèves dans les raffineries ont alimenté une hausse temporaire des prix reste à déterminer. Des signes d'une détente sont en effet présents, notamment dans les prix de l'électricité, la production d'origine nucléaire augmentant après des travaux de maintenance. Sur la bourse européenne EEX, le prix moyen de l'électricité est désormais à son niveau le plus bas depuis l'attaque russe contre l'Ukraine en février.

Royaume-Uni

Retour à la case départ

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,3%	2022 : 4,1%
2023 : -0,3%	2023 : -0,3%

Comme Silvio Berlusconi en 2011, Liz Truss a fait l'amère expérience du pouvoir de défaiseur de rois des marchés obligataires, 45 jours seulement après son arrivée au pouvoir. Son successeur Rishi Sunak et le Chancelier de l'Echiquier Jeremy Hunt ont annoncé un retournement de politique budgétaire pour regagner la confiance des marchés. Le nouveau gouvernement précisera ses mesures après la clôture de la rédaction, mais il semble que la plupart des baisses d'impôts prévues par Liz Truss seront annulées, et les dépenses publiques réduites. Le Premier ministre a même préparé la population à de futures hausses d'impôts. D'après nos calculs, une politique fiscale bien plus stricte est nécessaire afin de stabiliser le taux d'endettement même avec des hypothèses optimistes de croissance et de taux. Le revirement du nouvel exécutif a apaisé les marchés et soulagé la Banque d'Angleterre d'une pression à ordonner des relèvements excessifs. Toutefois, la hausse des taux, conjuguée à des prix de l'énergie élevés et à une consolidation budgétaire, devrait plonger le Royaume-Uni dans la récession en 2023. Nous venons d'abaisser à nouveau notre prévision de PIB en conséquence.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,7%	2022 : 8,9%
2023 : 6,2%	2023 : 6,4%

Pour instaurer la confiance, le nouveau gouvernement a également annoncé que le plafonnement des prix de l'énergie subventionné par l'Etat, initialement prévu pour durer deux ans, courrait dans un premier temps jusqu'en avril 2023. Il sera réévalué au 1^{er} trimestre 2023. Selon nous, il est envisageable que la forte baisse du pouvoir d'achat des ménages britanniques engendre une forte pression politique à maintenir certaines mesures d'allègement. Par conséquent, nous n'avons que légèrement relevé notre prévision d'inflation 2023 ; en cas de suppression totale des aides de l'Etat, nous devrions toutefois la revoir à la hausse.

Suisse

Hausse imminente des loyers

Croissance du PIB

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

Alors qu'une bonne partie de l'Europe est déjà à l'orée d'une récession, les indicateurs en Suisse traduisent simplement un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Ainsi, le risque d'une récession lors des douze prochains mois, selon l'enquête de Bloomberg citée plus haut, est estimé à seulement 34%. Un chiffre à mettre en perspective de celui du voisin allemand, où la probabilité de récession est de 90%. La perte de pouvoir d'achat des ménages suisses est moins marquée et, en parallèle, la composition du secteur secondaire en Suisse fait qu'il est moins vulnérable aux crises qu'ailleurs en Europe. Nous en voulons pour preuve le chiffre du PMI industriel, qui demeure supérieur au seuil de croissance de 50 points. Toutefois, l'économie helvète reste vulnérable aux risques de hausse des coûts de financement et à l'incertitude en matière d'approvisionnement énergétique. L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), récemment révisé, indique que le ralentissement est à l'œuvre depuis le début du 3^e trimestre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,9%	2022 : 3,0%
2023 : 2,1%	2023 : 2,3%

La pression inflationniste reflue légèrement pour les entreprises et les ménages. La vigueur du franc a permis d'amortir la hausse des prix à l'importation et, en Suisse, une large part des prix sont fixés par l'administration. A l'inverse des pays de la zone euro, les ménages ne ressentiront la hausse des prix de l'électricité qu'en 2023. Il est en outre probable que le taux de référence, sur lequel se fondent les loyers des baux existants, connaisse une hausse ces douze prochains mois. Les loyers plus élevés intégreront ainsi le calcul du taux d'inflation de manière différée.

Japon

Une fin d'année solide

Croissance du PIB

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

A la lecture des données du PMI du tertiaire, la réouverture au tourisme a donné des ailes aux services. Sans grande surprise, l'indice des nouvelles commandes à l'export du secteur est également solide. Le PMI industriel s'est lui aussi installé au-dessus du seuil de croissance en octobre. Les premières données économiques de septembre étaient contrastées. Après une solide performance en août, la production industrielle affichait pour la première fois depuis quatre mois un repli inattendu. Sur l'ensemble du 3^e trimestre, elle devrait toutefois porter la croissance du PIB, mais nous ne le saurons qu'après la clôture de la rédaction. Les ventes au détail ont poursuivi leur hausse en septembre, notamment, pour partie, en raison des prix plus élevés. La détente des difficultés logistiques se poursuit et explique sans doute la forte croissance de la consommation de biens durables, appelée à se maintenir. Conjugée à l'embellie du tourisme, elle devrait produire une fin d'année solide pour l'économie. Nous ne prévoyons pas de récession pour 2023, mais un net ralentissement de la croissance. Bien que les politiques budgétaire et monétaire gardent une trajectoire expansionniste, le Japon ne sera pas totalement épargné par les difficultés mondiales. La consommation privée faiblirait si l'inflation sous-jacente venait à augmenter, comme l'indique le moral des ménages en baisse depuis janvier.

Inflation

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

L'inflation globale est restée stable en septembre (3,0%). En revanche, la sous-jacente a progressé (de 1,6% à 1,8%), celle des prix à la production, de manière inattendue et importante de 9,0% à 9,7%, soit à peine en deçà du pic d'avril à 9,8%. Le gouvernement vient d'annoncer un nouveau et généreux paquet fiscal visant à atténuer le poids des prix élevés de l'énergie et de l'alimentation pour les ménages.

Chine

Pleins pouvoirs pour Xi Jinping

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 3,2%
2023 : 4,7%	2023 : 4,8%

Certes, l'économie chinoise a progressé un peu plus que prévu au 3^e trimestre (3,9% en glissement annuel). Néanmoins, les chiffres d'activité de septembre révèlent une faiblesse durable du secteur immobilier et de la consommation. La rigueur de la stratégie zéro covid et les confinements récurrents maintiennent le moral des ménages à un niveau historiquement bas. La campagne vaccinale n'avance pas, et la population n'est toujours pas suffisamment immunisée ; aussi, nous n'attendons aucun assouplissement immédiat et abaissons en conséquence notre prévision de croissance du PIB pour 2023 à 4,7%, contre 5,1% auparavant. La nouvelle structure de l'organe suprême décidée lors du Congrès du Parti ne fait émerger aucun homme politique susceptible de promouvoir une approche nouvelle face au coronavirus. Bien au contraire, Xi Jinping a renforcé sa mainmise en s'entourant de proches alliés. Le Congrès a toutefois souligné que l'ascension économique restait au centre des préoccupations. Le futur Premier ministre potentiel, Li Qiang, bien que lieutenant de Xi Jinping, est considéré comme un politicien orienté vers la croissance et le marché, avec une vaste expérience dans la gestion des provinces les plus riches du pays. Mais la concentration du pouvoir dans les mains du chef de l'Etat est un risque pour le potentiel de croissance du pays, car ses mesures dures et interventionnistes pourraient peser sur la capacité d'innovation.

Inflation

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

L'inflation chinoise est restée stable et modérée en septembre (2,8%, contre 2,5% en août). La faible pression inflationniste s'explique notamment par l'anémie de l'inflation sous-jacente, passée de 0,8% à 0,6%. En cause, la morosité des ménages en raison de la rigueur de la politique sanitaire, qui entrave le pouvoir de fixation des prix des biens et services.

Economic Research



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



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



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



Rita 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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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.

Novembre/décembre 2022

Taux d'intérêt et obligations

Ceci n'est pas un pivot

Etats-Unis

- Nouvelle hausse des taux d'intérêt en octobre, les T-Bonds à 10 ans signant temporairement près de +60 pb avant de finir le mois en progression de 27 pb.
- En novembre, la Fed a une nouvelle fois relevé ses taux directeurs de 75 pb. Elle devrait opter pour des hausses plus modestes lors des prochaines réunions, avec un taux final approchant 5% en 2023.

Zone euro

- Globalement inchangé fin octobre, le Bund à 10 ans a toutefois atteint un nouveau pic cyclique à 2,42%, avant de chuter à nouveau fortement.
- Comme prévu, la BCE a relevé son taux directeur de 75 pb en octobre et ajusté quelques outils, tout en soulignant le risque baissier pour la croissance. Les attentes des marchés financiers quant aux futures hausses sont volatiles vu le bras de fer entre l'inflation à deux chiffres et les feux de détresse de la récession qui sont désormais allumés.

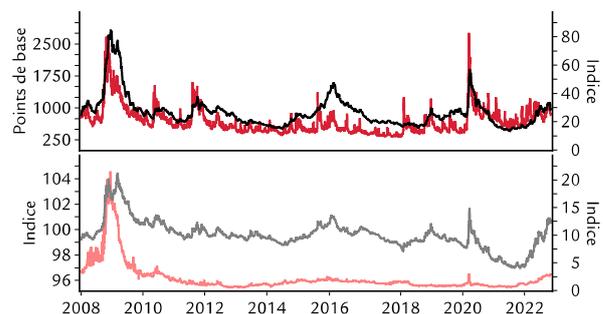
Royaume-Uni

- Les rendements des gilts à 10 ans ont cédé 60 pb, l'agitation retombant grâce à la désignation d'un nouveau Premier ministre et à la perspective de politique budgétaire durcie.
- La Banque d'Angleterre sera la première institution du genre à mener un resserrement quantitatif, alors qu'elle vient d'être obligée de racheter des obligations pour empêcher la dévastation sur le marché des gilts.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans ont cédé 7 pb sur le mois, car l'inflation est attendue en repli.
- Cette dernière étant relativement faible, la BNS devrait être moins offensive dans ses futures hausses. Toutefois, elle relèvera probablement son taux directeur de 75 pb en décembre pour compenser le fait qu'elle ne se réunit qu'une fois par trimestre, soit moins souvent que ses homologues.

Niveaux de tension des marchés financiers



- Ecart high yield (CCC) en USD, éch. de g.
- Indice de volatilité des actions VIX, éch. de d.
- Indice GS US Financial Conditions, éch. de g.
- Indice de la liquidité de T-Bonds, éch. de d.

Source : Macrobond, Bloomberg, Goldman Sachs (GS), Swiss Life Asset Managers

La rumeur d'un «pivot de la Fed», soit un revirement de politique monétaire, enflé sur fond de ralentissement de la croissance et de prétendue tension sur les marchés financiers. Certes, le financement coûte plus cher et la croissance a ralenti, mais le tableau n'est pas si sombre, et l'inflation est trop élevée pour appeler à la fin du resserrement monétaire. Dans la zone euro, l'inflation est supérieure à 10% et en hausse, le taux moyen en glissement mensuel ce dernier trimestre indique une inflation annualisée de 14%. Si les Etats-Unis ont peut-être passé le pic d'inflation, la mesure d'inflation sous-jacente, plus significative et qui exclut l'énergie et l'alimentaire, reste en hausse. De plus, le marché américain de l'emploi demeure solide, et l'observation des niveaux de tension financière ne trahit pas de signes de stress important ; indices des écarts de crédit CCC, de volatilité implicite des actions (VIX), de liquidité des T-Bonds ou des conditions financières globales : aucun n'affiche de valeur extrême (voir graphique). Cela dit, le cycle de relèvement approche de son terme, mais attention à ne pas le confondre avec un pivot. L'objectif des banques centrales reste la réduction de bilan et le maintien durable de taux élevés pour contrer l'inflation. Il en résultera des taux de chômage plus élevés et un ralentissement de la croissance. Nous privilégions donc une position défensive sur le risque de crédit et maintenons une durée courte.

Actions

L'espoir d'un « pivot de la Fed » stimule les marchés

Etats-Unis

- En octobre, le marché américain des actions signe +7,9% (le Dow Jones a même gagné plus de 14%), effaçant un septembre morose. Il cède 19,2% depuis janvier désormais.
- La conviction des acteurs du marché de l'arrêt prochain des relèvements par la Fed a alimenté cette performance.
- Les bénéfices ont dépassé les attentes, mais leur croissance en glissements mensuel et trimestriel est négative. Les sociétés décevant les attentes (Meta p. ex.) ont essayé de nets replis de leur cours.

Zone euro

- Le marché des actions gagne 7,9% en octobre, et cède 16,2% depuis janvier.
- La saison des bénéfices est plus belle en Europe qu'outre-Atlantique ; malgré un contexte économique difficile, ils sont en hausse comparés à l'an dernier.

Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année, signant 1,5% depuis janvier et 2,8% en octobre.
- Le Royaume-Uni connaît un environnement macroéconomique très complexe, ayant entraîné la démission de la Première ministre et des mouvements de taux débridés forçant la Banque d'Angleterre à intervenir.

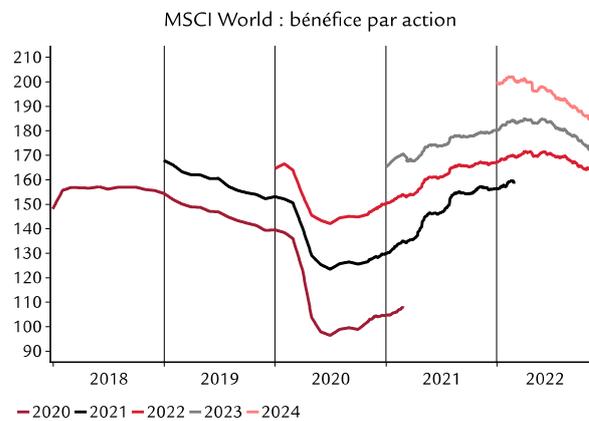
Suisse

- Le marché suisse progresse de 4,8% en octobre, et cède 16,2% depuis janvier. Sur le mois, il sous-performe le marché mondial de 4,2%.
- Les PME ont vécu une année 2022 très difficile : l'indice de référence des petites et moyennes capitalisations SMI-Mid cède 28,3% depuis janvier. Ces sociétés sont en moyenne bien plus cycliques que celles du SMI, territoire des grandes capitalisations.

Marchés émergents

- Exprimée en USD, la perte se creuse de 3,1% en octobre, et s'élève à -29,4% depuis janvier.
- Une morosité largement due à la Chine. La confiance dans le gouvernement s'amenuise depuis quelque temps déjà, et le dernier Congrès du Parti n'a fait que renforcer les doutes. Le marché chinois des actions cède 15,6% en octobre, et 40% depuis janvier.

Evolution des prévisions de bénéfices



Source: Factset, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Comme nous le soulignons depuis plusieurs mois, les prévisions de bénéfices étaient et sont probablement trop optimistes, même si elles ont nettement été abaissées ces dernières semaines. Les chiffres du T3 2022 prouvent que les entreprises peinent à faire progresser leurs résultats, notamment aux Etats-Unis. En glissement annuel, ils cèdent 3% alors que les revenus signent +9% (aussi en raison de l'inflation). Les deux taux de croissance dépassaient toutefois les attentes. Côté secteurs, les services financiers, les matériaux et les services de communication ont cédé plus de 10%. Aux antipodes, l'énergie signe une croissance des bénéfices de 200%. Malgré ces chiffres, le marché américain des actions signe +9% depuis le début de la saison. La zone euro livre de belles surprises en comparaison, les bénéfices signant +6% et les revenus +23%. Comme outre-Atlantique, l'énergie affiche la plus forte croissance (57%) ; seuls deux secteurs sont en baisse (informatique et matériaux). Le consensus prévoit toujours une hausse des bénéfices en 2023 et en 2024, autour de 10% (voir graphique). Si, comme nous le prévoyons, la zone euro vit une récession hivernale et que les Etats-Unis tombent en récession en 2023, ces attentes sont trop optimistes pour nous. Depuis 1945, les bénéfices reculent en moyenne de 16% lors des récessions. Aucune d'entre elles n'a vu de hausse des bénéfices, mais dans trois cas sur onze, la baisse a été inférieure à 10%. Ces replis ont été moins marqués lorsque la récession est intervenue en période de forte inflation. Mais en observant les attentes actuelles du marché, ce dernier semble toujours considérer un atterrissage en douceur comme l'issue la plus probable en 2023. Un scénario que nous jugeons trop optimiste.

Devises

EUR/CHF : un répit de courte durée

Etats-Unis

- Pondéré des échanges, l'USD s'est déprécié en octobre, cédant le pas à des devises cycliques comme l'EUR et la GBP, mais s'appréciant face au JPY et au CNY.
- La récente rumeur d'un «pivot de la Fed», soit un revirement de la politique monétaire qui a miné l'USD en octobre, est prématurée selon nous. En y associant un carry déjà intéressant, l'USD devrait rester solide jusqu'à la fin de l'année.

Zone euro

- L'euro a profité d'un marché friand de risque en octobre et d'attentes plus fortes quant au resserrement de la BCE. Le net recul du prix au comptant de l'électricité et du gaz a peut-être joué un rôle dans le rebond de l'EUR, comme la hausse des prix de l'énergie avait fait s'effondrer la balance courante de l'UEM.
- Toutefois, la récession hivernale approchant, nous doutons de la détermination de la BCE à combattre l'inflation et attendons une nouvelle baisse de l'EUR face à l'USD et au CHF d'ici la fin de l'année.

Royaume-Uni

- Les remous au sommet de l'Etat et le virage à 180 degrés de la perspective budgétaire ont alimenté un net rebond de la GBP depuis le creux de fin septembre.
- Malgré une confiance restaurée, la faiblesse des fondamentaux économiques (déficit courant et récession à venir) plaide toujours en faveur d'un repli de la paire GBP/USD.

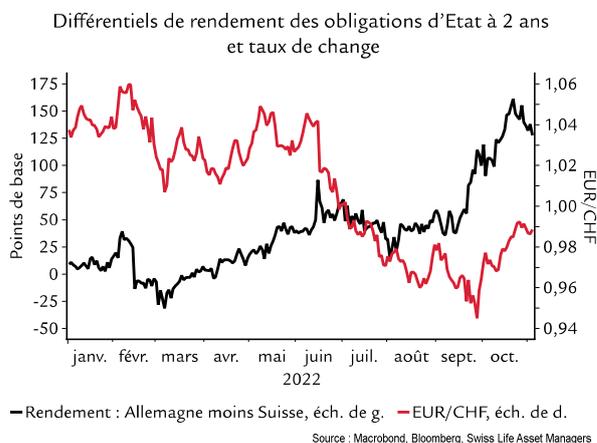
Suisse

- En octobre, le franc a cédé du terrain à la plupart des grandes devises.
- Toutefois, il devrait être recherché vu la faible inflation, la politique budgétaire crédible et le risque relativement mesuré de récession. Dès que le marché se détournera du risque, le CHF devrait à nouveau s'apprécier, face à l'EUR notamment.

Japon

- La paire USD/JPY progresse un peu plus en octobre ; nous sommes neutres sur celle-ci.
- La Banque du Japon va probablement maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste à court terme, mais le yen est tant dévalué que le potentiel de dépréciation semble limité.

Le carry a porté l'EUR face au CHF



Hormis le JPY, le CHF pondéré des échanges a connu la plus forte dépréciation face aux grandes devises en octobre. Un mouvement très marqué face à l'EUR, la paire EUR/CHF livrant la plus forte hausse mensuelle (+2,6%) depuis juillet 2017. La BNS en a profité pour réduire la liquidité de sa devise : le total des dépôts à vue est passé de 754 mia. CHF mi-septembre à 582 mia. CHF fin octobre. C'est le fruit de mises en pension et d'émissions de bons de la BNS, mais aussi, dans une moindre mesure, de ventes de devises. Un marché friand de risque et un creusement des différentiels de taux d'intérêt ont certainement porté l'EUR face au CHF en octobre. Le rendement du Bund à 2 ans a été plus ou moins équivalent à celui de son homologue suisse au T1 2022. Le carry a toutefois nettement augmenté depuis mi-septembre, passant d'environ 50 pb mi-septembre à 150 pb fin octobre. Ce mouvement traduit l'opinion des marchés financiers voulant que la BCE doive procéder à davantage de relèvements que la BNS pour maîtriser l'inflation. Ce n'est pas faux, mais nous restons convaincus que le marché anticipe des hausses trop offensives de la part de la BCE au vu des contraintes pesant sur celle-ci, notamment la récession imminente et une prime de risque élevée sur les obligations d'Etat italiennes. En y ajoutant le fort différentiel d'inflation qui enflé entre la Suisse et la zone euro et sape la valeur de l'EUR, la solution de facilité pour la paire EUR/CHF est le repli jusqu'en fin d'année.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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

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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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.

Novembre/décembre 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Octobre : un joli mois pour les marchés financiers

Résumé

- Un doux mois d'octobre sur les marchés financiers également, les indicateurs d'une baisse de l'inflation américaine se multipliant.
- Nous admettons que cette dernière a atteint son pic, mais n'attendons pas que la Fed change rapidement son fusil d'épaule. En effet, nous pensons qu'il faudra encore agir pour ramener l'inflation à sa valeur cible.

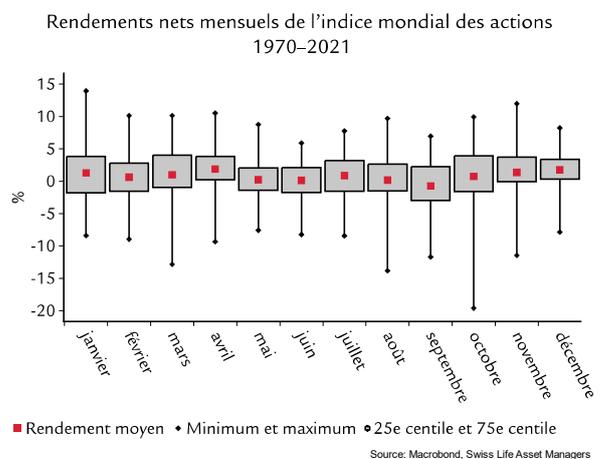
Taux d'intérêt et obligations

- Net ralentissement de la hausse des rendements des emprunts souverains en octobre. Les rendements réels américains basés sur le point mort d'inflation sont maintenant supérieurs à leur moyenne historique.
- Les rendements des obligations d'Etat devraient augmenter modérément, et le risque d'un bond marqué est bien plus faible.
- Creusement des écarts pour les émetteurs investment grade, mais resserrement côté high yield, l'évolution plutôt stable des rendements portant les obligations plus risquées. Le niveau des écarts de crédit est cohérent avec une récession modérée, mais nous privilégions la prudence, car c'est une frêle protection en cas de mauvaise surprise.

Actions

- Volatilité modérée en octobre grâce à la timide hausse des rendements des obligations. Un mois globalement bon pour les marchés des actions, à même de supporter de mauvaises surprises de taille dans le secteur technologique.
- Les valorisations sont neutres ou avantageuses, mais les bénéfices attendus restent supérieurs à des niveaux concordant avec une récession. Sans que nous puissions exclure un rebond des actions à court terme, nous restons prudents, car les marchés sont à nouveau trop optimistes pour les prochains mois.

Des actions et des saisons



Voici à nouveau venu le moment où les investisseurs en actions évoquent les potentielles « variations saisonnières » : le seul mois est-il révélateur de la performance de marché ? Le graphique ci-dessus présente le rendement moyen maximum et minimum, et la plage du 25^e au 75^e centile du rendement mensuel d'un indice des actions des marchés développés observé entre janvier 1970 et décembre 2021. Sa lecture révèle que le rendement moyen diffère bien selon les mois, avril étant le meilleur et septembre le seul présentant une authentique piètre performance. Toutefois, les fourchettes de rendement sont très larges d'un mois à l'autre. Le 25^e centile est positif seulement en avril et en décembre. En novembre, troisième en termes de rendement moyen (1,4%), la pire marque observée était bien inférieure à -10%. Partant, l'issue réelle d'un mois donné sera sûrement loin de la moyenne historique, et le caractère saisonnier ne devrait jouer qu'un rôle secondaire dans les décisions d'investissement.

Implications pour notre portefeuille

Nous sous-pondérons encore les actions et plus modestement les obligations. L'immobilier reste surpondéré et la liquidité réservée aux opportunités.

Swiss Life Asset Managers



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



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
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 gr 1, NO-0161 Oslo.