

Octobre 2022

A retenir

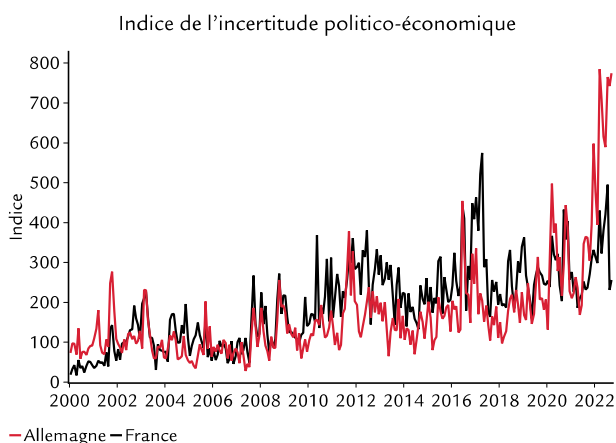
- Zone euro : récession hivernale inéluctable avec la rupture de Nord Stream 1, l'inflation poursuit sa route
- Etats-Unis : nécessité d'autres hausses de taux malgré la conjoncture en repli et la dynamique d'inflation
- Chine : malgré un possible assouplissement après le congrès du parti, nous abaissons la prévision pour 2023

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 septembre 2022

Graphique du mois



Sources: www.policyuncertainty.com, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

La guerre en Ukraine, les taux d'inflation obstinément élevés et les signes annonciateurs d'une récession sont autant de facteurs d'incertitude. Mais en Europe, il existe un fort contraste quant à la perception de la situation de crise politico-économique. Les indices du graphique ci-contre mesurent la fréquence d'apparition de termes comme crise ou risque dans les reportages sur les questions économiques. Alors qu'en Allemagne, le sentiment de crise est aigu, celui du voisin français reste (encore) inférieur à des périodes comme le Brexit ou l'élection présidentielle de 2017.

Etats-Unis

La tête hors de l'eau

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,6%	2022 : 1,7%
2023 : 0,4%	2023 : 0,5%

Contrairement au Vieux Continent, les Etats-Unis ne connaissent pas de crise énergétique, bien au contraire. Les exportateurs de gaz liquéfié bénéficient des prix élevés sur le marché mondial, et les ménages profitent des prix à la pompe qui ont chuté de 25% depuis leur pic mi-juin. Une évolution qui a contribué à un léger rebond du moral des ménages; en outre, leurs attentes en matière d'inflation sont en baisse. La consommation privée et la solide constitution du marché de l'emploi américain maintiennent la tête de la première économie mondiale hors de l'eau. La santé de l'industrie est également robuste, et en septembre, les directeurs d'achats du secteur font à nouveau état de carnets de commandes plus garnis. Mais l'horizon s'assombrit pour 2023, et la Fed a durci le ton dans sa lutte contre l'inflation. La baisse des places boursières et le repli des salaires réels alimentent le recul du taux d'épargne et, précisément en cette période de hausse des taux, le recours accru au crédit à la consommation des ménages américains. Reste à savoir si les Etats-Unis vont pouvoir profiter de la délocalisation de production d'industries gourmandes en énergie venues d'Europe. La question fait actuellement la une des médias (mais pas encore des chiffres économiques), mais se heurte à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et à l'augmentation des coûts salariaux et de financement américains.

Inflation

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

Après des chiffres positifs en juillet, l'inflation a de nouveau surpris par sa hausse en août. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les denrées alimentaires, est passée de 5,9% à 6,3%. L'essence et les billets d'avion ont été les seules catégories à enregistrer des baisses de prix significatives, les premiers, combinés à des effets de base négatifs, ayant entraîné une baisse de l'inflation globale de 8,5% à 8,3%. Même si le pic de l'inflation globale est probablement passé, l'inflation sous-jacente élevée et persistante indique qu'une nouvelle action de politique monétaire est nécessaire.

Zone euro

Aux portes de la récession

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,0%	2022 : 2,9%
2023 : 0,4%	2023 : 0,2%

L'incertitude politico-économique illustrée à la page 1 n'est pas le fruit du hasard. Bien que les pays de l'UE vont réussir, juste à temps, à constituer des réserves de gaz supérieures aux quantités visées, le risque d'une pénurie d'électricité plane toujours. L'hypothèse d'une escalade en Ukraine ne doit pas être exclue; et pour couronner le tout, la BCE semble désormais considérer sérieusement la normalisation de sa politique monétaire. Les valeurs des PMI de la zone euro déjà publiées sont inférieures à la marque des 50 points en septembre, tant dans le secteur secondaire que tertiaire. Aussi l'industrie dans l'UE est-elle en recul depuis trois mois déjà, et dans les services, les réponses aux enquêtes depuis août affichent des valeurs en repli. La zone euro semble donc avoir ouvert la porte d'entrée de la récession. Tous les pays ne sont pas concernés dans la même ampleur. La France, où l'inflation érodera moins le pouvoir d'achat des ménages grâce à une forte part de prix fixés par l'administration, devrait s'en tirer relativement bien. Les nations exportatrices, dont les secteurs industriels souffrent des prix élevés de l'énergie, vont en revanche essayer un sérieux coup de tabac.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,2%
2023 : 5,0%	2023 : 5,4%

Contrairement aux Etats-Unis, la zone euro n'a pas encore atteint le pic de son cycle d'inflation; les derniers chiffres des prix à la production en Allemagne et en Espagne affichent des variations annuelles de plus de 40%. Même si la BCE ne peut rien faire contre les prix élevés de l'énergie, elle a tout intérêt à raccourcir un peu plus la bride de la politique monétaire. C'est la seule solution pour que l'Europe, à l'instar des Etats-Unis, retrouve une normalisation des prévisions d'inflation à long terme, et pour maîtriser les effets secondaires.

Allemagne Net refroidissement

Croissance du PIB

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

Avec l'arrêt désormais officiel de l'approvisionnement via le gazoduc Nord Stream 1, nous sommes contraints d'abaisser à nouveau nos prévisions de croissance, notamment pour l'Allemagne, et d'annoncer une récession hivernale marquée. Les craintes quant à celle-ci sont évidentes dans toutes les enquêtes de septembre. Les PMI signalent une baisse des commandes dans l'industrie et dans les services. Les sous-indices de la future évolution des affaires ont connu un effondrement en règle dans les deux secteurs. L'indice ifo du climat des affaires enregistre un net recul dans toutes les branches; elles affichent toutes des creux proches des valeurs historiques atteintes lors de la pandémie. Le moral des ménages, déjà à un niveau historiquement bas, devrait encore se dégrader. Dans ce marasme ambiant, la bonne nouvelle est que les niveaux des réserves de gaz continuent d'augmenter et se situent aujourd'hui au-dessus de 90%. En outre, l'industrie notamment a réduit de près de 15% sa demande de gaz dès le 2^e trimestre. Toute la question désormais est de savoir si de telles économies d'énergie seront possibles pour les ménages cet hiver. Si oui, l'Allemagne devrait échapper aux pires scénarios de pénurie d'énergie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,7%	2022 : 7,8%
2023 : 5,6%	2023 : 5,8%

Malgré une conjoncture qui freine des deux pieds, le pic d'inflation en Allemagne n'est pas encore atteint, mais s'élevait à 7,9 % en août. Le PMI indique un accroissement de la pression sur les prix en septembre, et l'indice des prix à la production était en août 45% supérieur à son niveau de 2021, un nouveau record de hausse. Les effets secondaires des prix élevés de l'énergie se multiplient. Les acteurs politiques débattent certes de boucliers tarifaires à destination des ménages pour le gaz et l'électricité, mais les propositions concrètes se font attendre. Nous relevons donc à nouveau nos prévisions d'inflation pour 2023.

France Les services au soutien

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,4%	2022 : 2,5%
2023 : 0,3%	2023 : 0,6%

L'incertitude géopolitique n'épargne pas non plus la France, même si la situation ne semble pas encore jugée avec autant de pessimisme par l'opinion publique qu'en Allemagne. Une composition plus avantageuse du produit intérieur brut et la disposition à exploiter pleinement la marge de manœuvre de politique fiscale ont jusqu'à présent empêché le moral des entreprises et des ménages de s'effondrer comme cela s'est produit ailleurs. Les entreprises restent en outre disposées à créer des emplois. Contrairement au reste de la zone euro, le secteur tertiaire français poursuit sa croissance selon les dernières données du PMI. Les services sont moins concernés que l'industrie par les coûts élevés de l'énergie et du financement. De même, hormis la question très controversée du prix de l'essence, le débat sur l'énergie n'est pas mené de la même manière en France qu'ailleurs en Europe. Dans l'Hexagone, une potentielle pénurie d'électricité cet hiver proviendrait le cas échéant d'une panne d'une grande partie du parc de centrales nucléaires. Les chiffres récents indiquent que ces dernières sont à moins de 50% de leurs capacités de production. Les déclarations officielles des autorités compétentes laissent toutefois entrevoir un retour à une production d'environ 90% de la capacité totale d'ici la fin de l'année.

Inflation

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

En France, l'inflation en août a surpris à la baisse (5,8%) et reste ainsi inférieure à celle frappant les autres grandes économies de la zone euro. Cependant, nous ne pensons pas que le pic d'inflation en France soit pour autant derrière nous. Même si les prix élevés de l'énergie en France se répercutent moins sur ceux à la consommation, de nouvelles hausses sont à prévoir. L'inflation sous-jacente aussi devrait encore progresser; selon les PMI, la pression sur les prix se fait dernièrement à nouveau ressentir dans l'industrie comme dans les services.

Royaume-Uni

Vote de défiance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 3,4%
2023 : -0,1%	2023 : -0,3%

Le *mini budget* présenté fin septembre par Kwasi Kwarteng, Chancelier de l'Echiquier, a été châtié par les marchés financiers : la livre s'est effondrée, et les rendements des emprunts d'Etat à deux ans ont accéléré à un rythme inédit, passant en deux jours de 3,5% à 4,5%. Un mélange hétéroclite de baisses d'impôts vient s'ajouter à des mesures généreuses déjà annoncées pour lutter contre la hausse des coûts énergétiques et alimente un bond phénoménal des capitaux empruntés dans l'exercice fiscal en cours, de 162 milliards de livres net (provenant du «mini-budget») à 234 milliards, soit 9,3% du PIB. A court terme, le gel des prix de l'énergie pour les ménages devrait effectivement soutenir la conjoncture. Mais cette largesse budgétaire pourrait bientôt s'avérer contre-productive, car la pression inflationniste supplémentaire et la dépréciation de la livre contraindront la Banque d'Angleterre à sauter à pieds joints sur les freins. Ainsi, également en raison des récents événements politiques, nous prévoyons une récession outre-Manche, et avons légèrement abaissé notre prévision de PIB pour 2023, à -0,1%. Selon les dernières enquêtes parmi les directeurs d'achat, l'industrie britannique ne pourra guère mieux échapper à la dépression mondiale que ses concurrents du continent. La situation semblait plus favorable en septembre dans le tertiaire, mais ce dernier est désormais également à la merci d'un ralentissement vu la hausse des prix de l'énergie pour les ménages à partir d'octobre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,7%	2022 : 9,2%
2023 : 5,8%	2023 : 7,0%

Le nouveau gouvernement conduit par Liz Truss gèle jusqu'en 2024 le plafonnement tarifaire de l'énergie à 2500 livres par an pour les ménages. En octobre, il va donc augmenter de «seulement» 27% au lieu de 80%, ce qui réduira l'inflation en 2022 et surtout en 2023. Mais cela ne changera rien au fait que le Royaume-Uni, parmi les grands pays industrialisés, sera celui qui affichera le taux d'inflation le plus élevé en 2023.

Suisse

Le ciel s'assombrit

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,2%	2022 : 2,3%
2023 : 0,9%	2023 : 0,8%

Nous sommes contraints d'abaisser fortement nos hypothèses de croissance du PIB pour 2022. La Suisse non plus ne pourra pas totalement esquiver les vents contraires qui soufflent sur l'Europe. Les ménages sont confrontés à une perte du pouvoir d'achat et se montrent réservés quant à leurs prévisions d'achat de biens de consommation durable. Les dépenses de construction stagnent depuis le début de l'année et devraient peser sur la croissance du PIB en raison de la hausse des coûts de financement. Même si, jusqu'ici, seules quelques voix alertaient des conséquences d'une nette appréciation du franc, l'économie d'exportation devrait connaître un repli sensible des commandes entrantes. Le tableau est similaire pour le secteur du tourisme à l'orée de la saison hivernale. Globalement, notre scénario de référence aboutit à une trajectoire modifiée de l'évolution du produit intérieur brut réel : nous attendons désormais une légère contraction au 1^{er} trimestre 2023, mais continuons d'écarter une récession *stricto sensu*. Nous tenons à préciser que notre scénario de référence pour les mois d'hiver s'appuie sur l'hypothèse d'un approvisionnement en gaz et en électricité assuré à tout moment. Dans l'éventualité plus défavorable d'une situation de pénurie aggravée, la récession sera également inévitable pour la Suisse.

Inflation

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

Comparée à d'autres banques centrales des économies développées, la BNS a augmenté les taux directeurs de manière nettement plus importante par rapport à l'inflation actuelle. De plus, elle semble ne rien entreprendre sur le marché des devises pour contrer l'actuelle appréciation du franc. Nous partageons la confiance des responsables de la BNS quant à l'atteinte prochaine du pic d'inflation.

Japon

Retour du tourisme en vue

Croissance du PIB

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

Les restrictions liées à la pandémie vont être levées au Japon également : le pays rouvrira ses frontières au tourisme de masse à compter du 11 octobre. Avant la pandémie, l'archipel recevait près de 2,5 millions de touristes par mois, dont 85% venus d'Asie, 5% des Etats-Unis et autant d'Europe ; en août 2022, ce chiffre atteignait à peine 170 000. Cette réouverture devrait porter le secteur japonais des services. L'optimisme se reflète déjà dans les PMI correspondants en septembre, qui sont repassés au-dessus du seuil de croissance de 50, signe également de carnets de commandes qui se remplissent. Grâce à la dépréciation éclair du yen depuis le début de l'année, passer des vacances au Japon n'a pas été aussi avantageux depuis très longtemps. Depuis janvier, la devise japonaise a cédé 25% face au billet vert, et plus de 10% face au yuan chinois. Toutefois, conjuguée à une envolée des prix à l'importation du gaz et du pétrole, cette baisse entraîne un renchérissement supplémentaire des importations et ainsi un record de déficit de la balance commerciale. Le ministre japonais des Finances tente d'y remédier, en achetant des yens pour la première fois depuis 1998. Il est toutefois permis de douter de l'efficacité durable de telles interventions pour soutenir la devise, tant que la banque centrale japonaise maintiendra sa politique de taux ultrasouple. Et ce alors que toutes les autres grandes banques occidentales augmentent leurs taux *presto*.

Inflation

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

Grâce au faible renchérissement, un voyage au Japon pourrait être intéressant notamment pour les touristes européens et américains. Mais le pays voit aussi la pression inflationniste s'accroître. L'inflation globale et la sous-jacente, excluant l'énergie et les produits alimentaires frais, ont progressé en août, à respectivement 3,0% et 1,6%. La banque centrale continue de donner plus de poids aux risques de récession dans ses décisions de taux d'intérêt.

Chine

Un troisième mandat annoncé

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 3,3%
2023 : 5,1%	2023 : 5,0%

Le 16 octobre aura lieu le congrès du parti communiste chinois, l'événement politique le plus important de la décennie, qui sera riche en messages importants, en évolutions de rapports de force et qui pourrait annoncer un changement de cap stratégique imminent. S'il est un secret de Polichinelle que Xi Jinping sera reconduit pour un troisième mandat de secrétaire général du parti, de potentiels changements à des postes politico-économiques clés seront scrutés, p. ex. celui du Premier ministre Li Keqiang ou du tsar de l'économie, Liu He. Il sera en outre intéressant d'observer les éventuels changements de stratégie liée au Covid. Jusqu'à cet événement politique clé, la priorité de la Chine était d'assurer la stabilité, en particulier pour éviter à tout prix une épidémie nationale. Une fois le congrès passé, de légers assouplissements progressifs des mesures strictes de lutte contre la pandémie pourraient être possibles. Mais en raison du taux de vaccination toujours faible parmi la population vulnérable, un arrêt immédiat de la stratégie zéro covid ces prochains mois semble improbable. En conséquence, nous prévoyons que la pandémie et les restrictions qui l'accompagnent pèseront sur l'économie chinoise au moins jusqu'au 2^e trimestre de l'année prochaine, et nous abaissons notre prévision pour 2023 à 5,1%.

Inflation

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

Le taux d'inflation chinois a légèrement reculé en août, de 2,7% à 2,5%, en raison notamment de baisses de prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, excluant les prix volatils des deux composantes ci-dessus, reste à un très faible niveau de 0,8%. C'est un signe de l'incertitude persistante de la population en raison de la stratégie sanitaire, qui déprime la consommation.

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 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, 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Quatrième trimestre 2022

A retenir

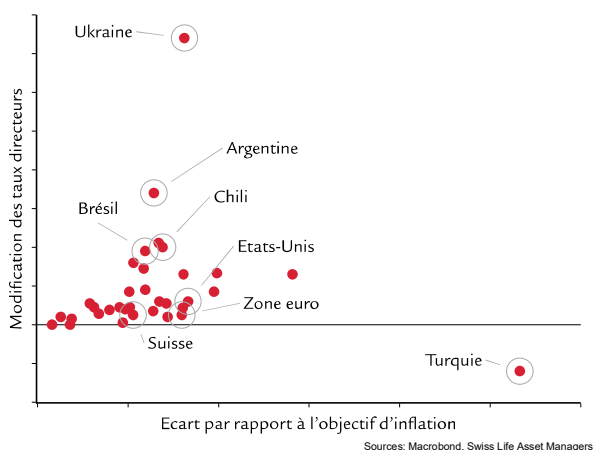
- Les taux élevés font souffrir les pays émergents ; à moyen terme, l’horizon est constructif pour l’Asie
- Incertitude politique, inflation et taux élevés assombrissent la conjoncture latino-américaine
- Incertitude sur la croissance chinoise, mais les obstacles diffèrent de ceux du Japon

En un chiffre

20

Le 16 octobre se tiendra le 20^e congrès du Parti communiste chinois. Alors que Xi Jinping va être reconduit comme secrétaire général pour un troisième mandat, les possibles successeurs du Premier ministre Li Keqiang et du tsar de l’économie Liu He vont concentrer l’attention. Avant cet événement politique clé, la priorité de la Chine est et reste d’assurer la stabilité, en particulier pour éviter à tout prix une épidémie de covid nationale. Après le congrès, il faudra être tout aussi attentif à de possibles aménagements de la stratégie zéro covid, qui seront au mieux progressifs.

En un graphique



Partout sur la planète, l’inflation est supérieure à l’objectif des banques centrales. Ces dernières relèvent donc leurs taux directeurs pour contrer la montée de la pression inflationniste. Parmi les plus zélées figurent surtout celles des pays latino-américains comme l’Argentine, le Brésil et le Chili. La Turquie est actuellement dans une dimension parallèle. Bien que le pays enregistre un taux d’inflation record de 80%, sa banque centrale continue de baisser les taux. C’est le fruit de la pression politique du président Erdogan pour des taux bas afin de stimuler l’investissement.

L'Asie présente de bonnes perspectives à moyen terme

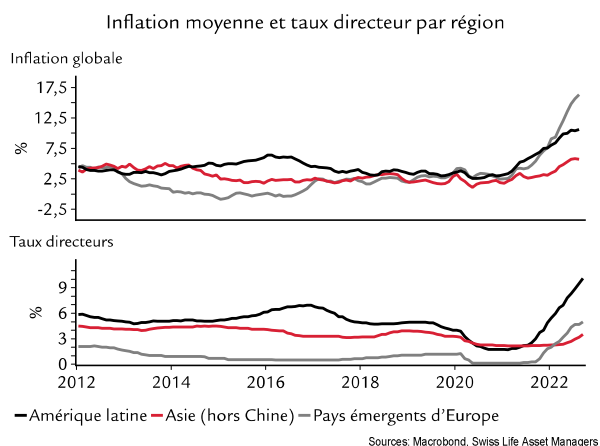
La demande mondiale en baisse pèse lourdement sur les pays émergents. En août, le PMI des commandes à l'exportation a poursuivi sa chute sous les 50 points, atteignant 48,7. Cette tendance au repli va se maintenir, d'autant que la demande venue d'Europe, frappée par une crise énergétique, marque toujours le pas et que les taux élevés aux Etats-Unis devraient refroidir une économie en surchauffe. Les économies d'Asie septentrionale très dépendantes des exportations, comme la Corée du Sud, Taïwan et la Chine notamment, ont enregistré une nette chute de leur PMI en août. Concernant la Chine, cela n'est pas seulement imputable au recul de la demande mondiale, mais aussi à la faible dynamique domestique, car les confinements à répétition pèsent sur le moral des ménages et le secteur immobilier déjà tendu reste sous pression. L'Asie du Sud, en revanche, résiste pour l'heure. Les économies de cette région continuent de profiter d'une dynamique de réouverture depuis le pic de la pandémie. De plus, l'inflation asiatique reste à un niveau relativement modeste, de sorte que les hausses de taux ont été modérées et ont pesé moins fortement sur la demande intérieure. Si la Chine adopte une stratégie plus flexible pour lutter contre le covid l'année prochaine, la région pourrait également bénéficier de sa reprise cyclique. A moyen terme, les perspectives pour l'Asie sont donc relativement constructives. A court terme, l'environnement pour les pays émergents reste difficile à l'échelle mondiale, surtout tant que la Fed relèvera ses taux. En effet,

le dollar américain s'apprécie et met sous pression les devises de ces pays.

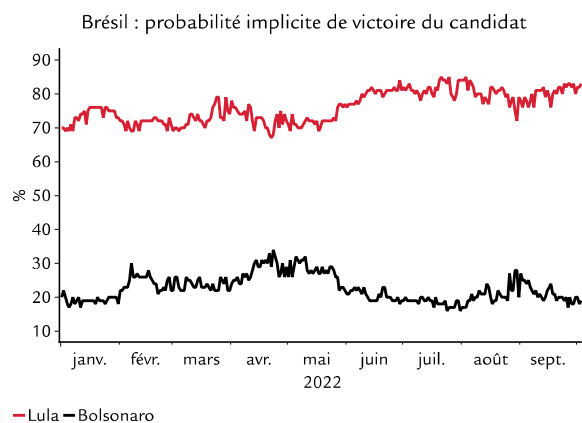
L'incertitude politique secoue l'Amérique latine

Outre les niveaux record d'inflation et de taux, l'horizon de l'Amérique latine est un peu plus troublé par l'incertitude politique. Au Chili, la population a rejeté à une large majorité la nouvelle constitution qui visait à réduire les inégalités sociales sévissant dans le pays. Certes, la nouvelle proposition prévoyait des droits environnementaux et sociaux à saluer, mais la nécessaire hausse des dépenses publiques pour les réaliser aurait remis en question l'orientation de la politique financière. Les aspects environnementaux ont en outre semé le doute sur les performances futures du secteur minier, dont l'économie du pays reste fortement dépendante. Ce rejet laisse donc ouverte la possibilité d'un texte plus modéré, mais il signifie en même temps une nouvelle période d'incertitude politique jusqu'à la présentation d'une nouvelle proposition. Pendant ce temps, la campagne électorale au Brésil bat son plein. L'ancien président Lula da Silva est jusqu'ici donné largement en tête dans la plupart des sondages. Même si l'on attend généralement une ligne politique modérée de la part du candidat de gauche, Lula a déclaré qu'il abandonnerait les règles de restriction des dépenses publiques, un point d'ancrage pour la crédibilité de la politique budgétaire. Impossible en outre de savoir si le président Jair Bolsonaro accepterait une défaite ou s'il exhorterait plutôt ses partisans à manifester.

Graphique 1 : L'Asie est le continent le moins exposé à l'inflation et aux taux élevés



Graphique 2 : Les sondages donnent Lula vainqueur de la présidentielle brésilienne

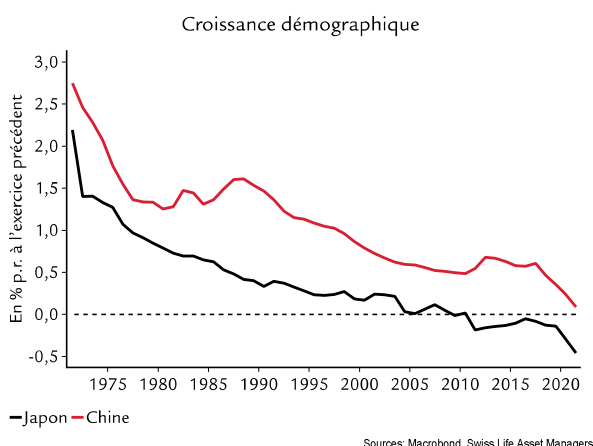


Croissance : la Chine sur les traces du Japon ?

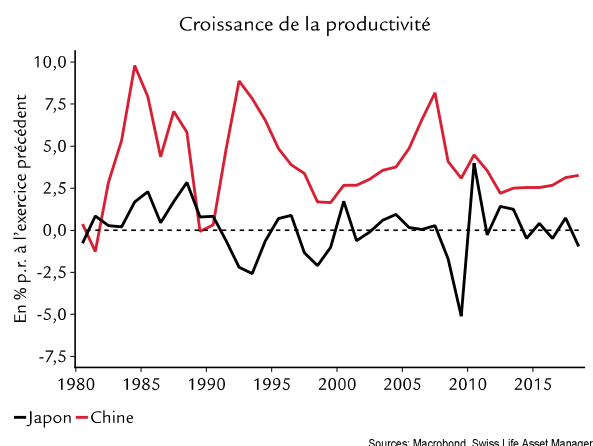
A bien des égards, la Chine vit une situation comparable à celle du Japon à la fin des années 1980, quand la bulle immobilière a éclaté et à laquelle ont succédé plus de 30 ans de croissance atone. D'une part, la Chine connaît une colossale inflation des prix de l'immobilier et est confrontée au risque d'une importante bulle immobilière qui se dégonfle progressivement. D'autre part, les deux pays voient la part de leur population vieillissante augmenter. Les sociétés au vieillissement rapide et dont la population active diminue sont une entrave majeure au potentiel de croissance économique. Malgré ces défis communs, de nettes différences sont visibles entre les deux pays, dont trois sont à souligner. Primo, les systèmes politiques des deux voisins sont différents. En Chine, l'Etat a un rôle prépondérant dans l'agenda économique et exerce un contrôle important sur le marché immobilier, que ce soit en matière d'acquisition, de vente ou de formation des prix. Ainsi, alors que les prix de l'immobilier dans l'archipel étaient fortement négatifs dans les années 1990 et le sont restés longtemps, leurs homologues chinois sont restés relativement stables, également en période de baisse de l'activité de construction résidentielle – même s'ils sont sous pression dans le contexte actuel de ralentissement. Secundo, Pékin exerce un strict contrôle des flux de capitaux, limitant les possibilités d'investissement à l'étranger. Alors que Tokyo pouvait se séparer d'actifs nationaux en perte de vitesse, accélérant la pression baissière des prix des actifs correspondants, cette marge de manœuvre est très li-

mitée pour les Chinois. Tertio, la Chine est à un stade de son développement différent de celui de son voisin nippon dans les années 1980. A l'époque déjà, l'archipel était une économie très avancée, sans disparité majeure de revenus entre les régions, avec des infrastructures très développées, des institutions solides et une forte part d'entreprises privées. En revanche, la Chine affiche des inégalités phénoménales entre les grandes villes florissantes comme Shanghai, Pékin ou Shenzhen, et la majeure partie du reste du pays. De plus, une large part du capital et du travail n'est pas employée efficacement. Une meilleure allocation de ces facteurs pourrait déjà générer rapidement des gains de productivité dans les entreprises, et ce sans grand bond d'innovation. Les perspectives positives d'une hausse forte et durable de la productivité pourraient dans une certaine mesure compenser les effets négatifs de la diminution de la population active. Il est donc peu probable que les défis communs que la Chine partage avec le Japon conduisent à la même trajectoire de croissance atone qu'a connue l'archipel. La Chine a ses propres difficultés à résoudre, susceptibles de remettre en cause son futur potentiel de croissance. D'une part, la concentration du pouvoir par Xi Jinping et l'interventionnisme étatique croissant dans l'économie privée pourraient freiner l'innovation. D'autre part, le fossé grandissant entre la Chine et l'Occident et le découplage continu avec les Etats-Unis pourraient peser lourdement sur les perspectives de croissance à long terme. En effet, la Chine reste très dépendante de la technologie étrangère et du commerce avec le reste du monde.

Graphique 3 : Faible croissance de la population chinoise : potentielle entrave à la croissance



Graphique 4 : La forte hausse de productivité chinoise soutient l'économie



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 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, 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Octobre 2022

Taux d'intérêt et obligations

Signaux de détresse

Etats-Unis

- Nette hausse des rendements des obligations d'Etat ces deux derniers mois. La courbe poursuit son inversion, les rendements à 10 ans signant +64 pb en septembre, l'écart avec ceux à 2 ans se creusant davantage à -44 pb.
- En septembre, la Fed a relevé ses taux directeurs de 75 pb, conformément aux attentes du marché. Les prévisions sont très offensives, le président Jerome Powell annonçant de nouvelles hausses et un maintien à un niveau élevé même en cas de récession.

Zone euro

- Les rendements des Bunds à 10 ans s'envolent de 55 pb, la courbe s'aplatit encore. L'aversion au risque des marchés financiers et le risque politique italien ont attisé les rendements de la dette du pays, supérieurs à l'écart critique de 250 pb contre les Bunds.
- La BCE prend enfin l'inflation au sérieux, elle a relevé son taux directeur de 75 pb en septembre et ouvert la voie à d'autres hausses. Les marchés attendent un pic autour de 3% en 2023 malgré le morne horizon de l'économie européenne.

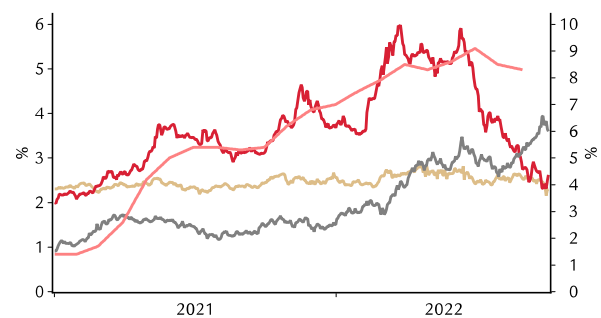
Royaume-Uni

- Vent de folie sur les rendements britanniques après l'annonce de largesses budgétaires, au grand déplaisir des marchés. Conséquences : envolée des rendements obligataires et paire GBP/USD au plus bas.
- La hausse de taux de 50 pb par la Banque d'Angleterre a fait l'effet d'une goutte d'eau, le gouvernement jetant de l'huile sur le feu de l'inflation par des réductions d'impôts pour les plus riches et un plan de relance dispendieux pour compenser les prix de l'énergie.

Suisse

- Alors que le pays reste l'exception avec une inflation plutôt modeste de 3,5%, les rendements des obligations suisses gagnent 50 pb en septembre.
- La BNS poursuit son action proactive contre l'inflation et vient de relever son taux directeur de 75 pb, le ramenant en territoire positif.

Etats-Unis : taux en hausse et attentes d'inflation en baisse



— Swap d'inflation à terme en USD, dans 5 ans sur 5 ans, éch. de g.
— Swap d'inflation en USD sur 1 an, éch. de g.
— Rendement T-Bond à 10 ans, éch. de g.
— Inflation de l'IPC américain (interpolée), éch. de d.

Sources: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Généralement, le mois de septembre est défavorable aux investisseurs obligataires, et cela se confirme. Les rendements totaux des titres investment grade en EUR (-2,8%) et en USD (-4,7%) sont nettement dans le rouge, Fed et BCE étant résolues à dompter l'inflation quoi qu'il en coûte aux marchés et à l'économie mondiale. Vu l'obsession des banques centrales pour l'inflation et le marché du travail, deux indicateurs économiques à la traîne, la Fed notamment pourrait ignorer les premiers signes d'une détente de la pression inflationniste. Ces derniers sont visibles dans les matières premières ou les attentes d'inflation du marché, qui reculent depuis juin (voir graphique). L'évolution de l'inflation en Europe reste très floue en raison de la crise énergétique et de la réponse budgétaire apportée. Avec le resserrement de politique monétaire à l'œuvre malgré le risque élevé de récession, les marchés financiers envoient de premiers signaux de détresse au travers de mouvements intraday démesurés, sur les marchés des changes et du revenu fixe notamment. Les marchés du crédit résistent plutôt bien malgré un volume d'émission très faible et des investisseurs défensifs, mais la perspective d'un ralentissement plus marqué et plus long pourrait peser à nouveau sur ce marché. Nous restons sur une duration courte et défensifs sur le risque de crédit, car la pression sur les banques centrales à relever les taux va se maintenir au 4^e trimestre.

Actions

Pression des banques centrales sur les marchés

Etats-Unis

- -7,8% pour le marché américain en septembre, -23,8% depuis janvier (toutes les données de cette colonne sont arrêtées au 27 septembre). En cause, la rhétorique offensive de la Fed associée à d'importants relèvements de taux et à des chiffres d'inflation supérieurs aux attentes.
- La valorisation reste élevée (voir l'analyse détaillée à droite), contrastant avec les autres grands marchés des actions, où elle est souvent sous les moyennes historiques.
- La position des investisseurs est fortement baissière, et aussi négative que lors de la pandémie.

Zone euro

- Le marché des actions cède 6,0% en septembre, et 22,1% depuis janvier 2022. Les risques géopolitiques ont nettement augmenté.
- La valorisation des actions de l'UEM et les titres valeur s'échangent autour d'un ratio P/E de 9.

Royaume-Uni

- Le marché britannique des actions caracole en tête cette année. Cédant seulement 0,1% depuis le début de l'année, il perd -3,8% en septembre.
- Il reste le marché ayant la plus faible valorisation, avec un ratio P/E prévisionnel d'environ 8 et un rendement du dividende de 4,1%.

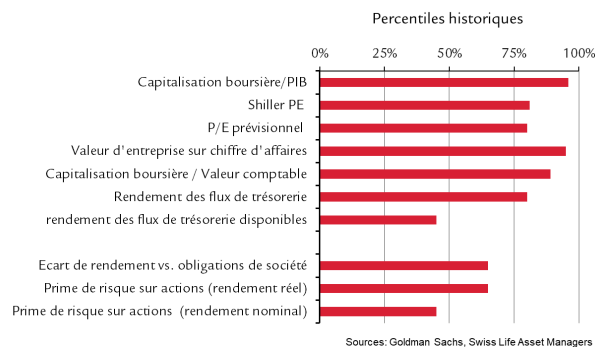
Suisse

- -7,0% pour le marché suisse des actions en septembre, et -21,1% depuis janvier. Son caractère généralement défensif n'a pas déployé son effet cette année.
- Une raison à cela est que des entreprises ayant signé d'excellentes performances ces dernières années comme Geberit ou Partners Group ont perdu plus de 40%, alors que dans le trio des grands, seul Novartis affiche une bonne performance relative.

Marchés émergents

- Exprimée en USD, perte colossale de 10,1% en septembre, et de -25,9% depuis janvier.
- A nouveau, les marchés émergents asiatiques sont en cause, leur poids dans l'indice mondial étant supérieur à 70%. La performance relativement bonne de leurs homologues européens et latino-américains (-3,7% pour les deux) n'a pas pu compenser leurs effets. Le marché chinois a cédé environ 12% en septembre.

Valorisation des actions US : comparaison historique



Selon la métrique utilisée, la valorisation du marché américain des actions oscille historiquement entre neutre et cher. En termes absolus (les sept premiers indicateurs du graphique ci-dessus), le ratio cours/bénéfice selon la méthode du prix Nobel Shiller (« Shiller PE ») est dans les 20% supérieurs, alors qu'avec la métrique de Warren Buffett (capitalisation boursière/PIB), il est dans le 96^e centile ; autrement dit, il a été supérieur dans seulement 4% des observations. Le rendement des flux de trésorerie disponibles montre toutefois que le marché est moins coûteux que la moyenne historique. Cet indicateur renseigne sur la liquidité dont dispose l'entreprise pour les distributions (p. ex. dividendes). La valorisation relative des actions par rapport aux obligations (les trois indicateurs en bas du graphique) a bien meilleure allure et signale une valorisation globalement neutre.

La valorisation actuelle est plutôt élevée vu le risque croissant de récession aux Etats-Unis. Historiquement, le point bas du P/E prévisionnel au cours de récessions tutoie 12, contre 17 actuellement. En y ajoutant le risque de compression des marges des entreprises et des bénéfices en repli, on pourrait conclure que l'horizon n'est en effet pas rose. Nous notons que la valorisation des autres grands marchés des actions est bien inférieure et, souvent, en deçà de la moyenne historique. Les actions européennes et des marchés émergents sont vraiment intéressantes désormais. Néanmoins, la valorisation est un indicateur de moyen terme peu utile pour planifier un mouvement. Même si le moral des investisseurs est très bas, les flux nets vers les actions sont plus élevés que ce morne tableau le laisse supposer. Nous restons négatifs sur les actions, mais un pessimisme exagéré serait une occasion d'achat que nous saisissons au vol.

Devises

Le franc, roc dans le marasme européen

Etats-Unis

- Robuste en août, l'USD a encore progressé en septembre, gagnant 4% pondéré des échanges.
- Nous pensons toujours que la Fed est la banque centrale la plus engagée dans la lutte contre l'inflation. En y associant un carry intéressant, l'USD devrait rester solide.

Zone euro

- La BCE a de nouveau relevé ses taux en septembre, avec d'autres hausses probables, l'inflation en zone euro continuant de bondir.
- Toutefois, la crise énergétique empire, et les sondages indiquent que la région pourrait déjà être entrée en récession. En y ajoutant les risques (géo)politiques, nous pensons que la paire EUR/USD restera orientée à la baisse jusqu'à fin 2022.

Royaume-Uni

- La livre s'est effondrée après l'annonce d'un *mini budget* expansionniste par le nouveau gouvernement.
- Les interventions d'urgence de la Banque d'Angleterre ont permis de ramener l'ordre sur le marché obligataire et ont temporairement stabilisé les taux de change de la GBP. Mais la Première ministre Liz Truss a réitéré sa volonté de mettre en œuvre les baisses d'impôt annoncées : selon nous, la livre va rester sous pression ces prochains mois en raison de la dégradation rapide des finances publiques.

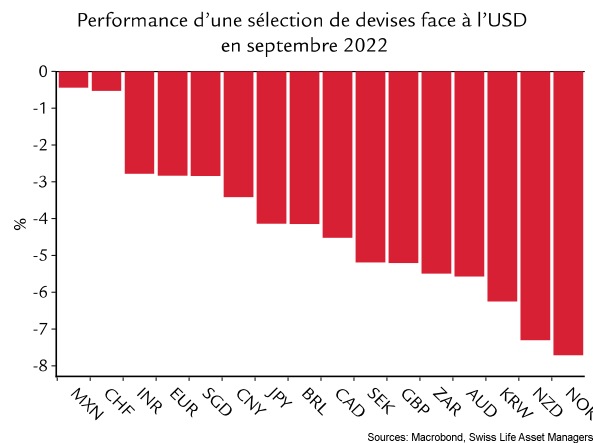
Suisse

- Derrière l'USD, le CHF a été la meilleure devise en septembre.
- Même si la BNS suit désormais simplement ses concurrents en termes de hausse de taux directeur, le CHF devrait être recherché dans l'environnement de marché actuel réticent au risque. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/CHF.

Japon

- Début septembre, la paire USD/JPY a augmenté avant de se stabiliser autour de 145.
- Nous sommes neutres sur la paire. La Banque du Japon va probablement maintenir sa politique monétaire ultra-expansionniste, mais le yen est tant dévalué que le potentiel de dépréciation semble limité.

L'USD progresse face à toutes les devises



Nouveau mois de vigueur pour l'USD en septembre alors que la Fed monte encore le ton et maintient une trajectoire de resserrement rapide pour réduire l'inflation. En Europe, les banques centrales ont aussi nettement relevé leurs taux, mais de nombreux investisseurs (nous y compris) mettent en doute leur détermination vu la récession qui s'annonce pour de nombreuses économies européennes en raison de la crise énergétique. L'EUR a en outre souffert de la montée des risques géopolitiques et des coûts d'emprunt pour l'Italie qui pourraient limiter la marge de manœuvre de la BCE. La GBP et la NOK étaient les lanternes rouges en Europe. La livre s'est effondrée, car les investisseurs ont perdu confiance dans le nouveau gouvernement après l'annonce du mini budget intégrant d'importantes baisses d'impôt sans fondement et qui va porter l'émission d'obligations dès cet exercice fiscal. De fortes hausses du taux directeur et/ou un rétro-pédalage budgétaire seront sûrement nécessaires pour restaurer la confiance dans la devise britannique. La faiblesse de la NOK s'explique par les allusions de la Norges Bank quant à un ralentissement du resserrement et par le prix du pétrole en baisse. Selon nous, les fondamentaux des marchés des changes resteront globalement inchangés jusqu'à fin 2022. Nous prévoyons donc toujours un USD fort, porté par le resserrement de la politique monétaire et des devises européennes faibles en raison de la crise énergétique qui s'aggrave. En Europe, le franc suisse fera sûrement bande à part, car il devrait profiter des risques géopolitiques.

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, 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Octobre 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Septembre rejoint les mois à oublier

Résumé

- Nouvelle dégradation des perspectives économiques sur fond d'inflation obstinément élevée : les banques centrales veulent frapper fort.
- Les valorisations des actions sont quasi neutres, mais les prévisions de bénéfices sont trop optimistes malgré le récent repli.
- La valorisation et l'horizon de rendement des obligations gagnent en attractivité. Même pour les obligations en EUR et en CHF, le rendement d'un portefeuille investment grade se situe entre 2,0% et 3,5%.

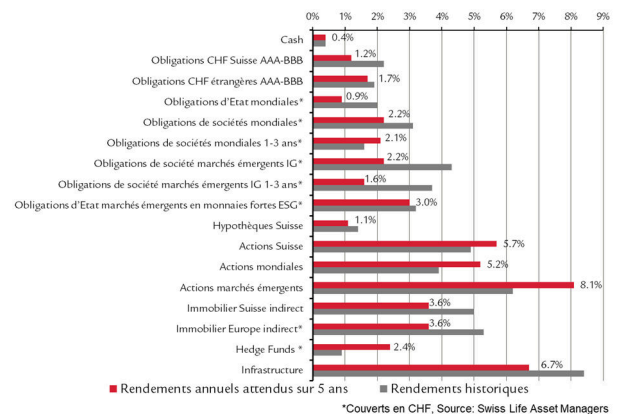
Taux d'intérêt et obligations

- Les rendements des obligations d'Etat des marchés développés ont gagné entre 160 et 350 pb depuis début 2022. En hausse de 70 à 170 pb en septembre, les rendements ont produit un nouveau mois très négatif pour les obligations.
- Le marché mondial des emprunts d'entreprise baisse depuis janvier (investment grade (IG) -18,6%, high yield -16,0%, marchés émergents -23,3% (en USD, couverture en CHF). Un tel marché obligataire baissier est inédit.
- Les écarts des obligations d'entreprise IG (environ 170 pb) restent faibles comparés au niveau d'une récession (jusqu'à 250 pb), mais bien supérieurs aux bas niveaux des dix dernières années (sous les 100 pb). Même constat pour les obligations high yield.

Actions

- Depuis début 2022, les marchés des actions des grandes économies cèdent 24,7%, les émergentes 25,9% (les deux en USD). En septembre, les actions mondiales perdent 8,4% et les émergentes 10,1%.
- Hormis sur le marché américain, les valorisations sont inférieures ou égales à leurs niveaux historiques. Mais comme les prévisions de bénéfices sont toujours trop élevées comparées aux niveaux lors des récessions, les actions ne sont pas intéressantes, mais il existe la possibilité de brefs rebonds.

Timides rendements escomptés à moyen terme



Les prévisions à moyen terme sont décisives pour la modélisation de l'actif-passif et l'allocation stratégique d'actifs. Les nôtres reposent sur notre scénario de référence à moyen terme et la valorisation actuelle des différents marchés et classes d'actifs. Notre scénario prévoit une récession prochaine aux Etats-Unis et dans la zone euro. L'économie mondiale devrait ensuite progressivement revenir à une croissance potentielle, à savoir un taux de croissance cohérent avec l'inflation conforme à la cible de la banque centrale, sans surexploiter ni sous-exploiter les ressources. Nos prévisions de rendement actuelles sont légèrement inférieures à la moyenne historique (1999-2022) pour les obligations, l'immobilier et l'infrastructure, mais supérieures pour les actions. Le rendement escompté est le plus élevé pour les actions des marchés émergents, et le plus faible pour la liquidité.

Implications pour notre portefeuille

Nous restons prudents et surpondérons liquidité et immobilier (direct), relevons la duration obligataire, mais sous-pondérons cette classe d'actifs, ainsi que les actions.

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.

V