

Juillet 2023

A retenir

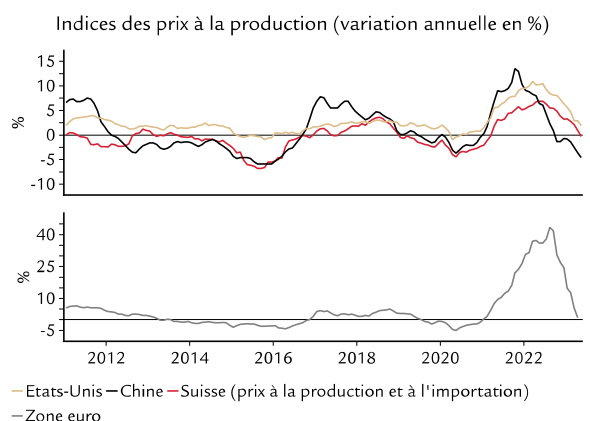
- Etats-Unis : des signes d'un revirement positif sur le marché immobilier compliquent la tâche de la Fed
- Zone euro : la déprime industrielle s'aggravant, la pression sur les prix des biens devrait refluer
- Chine : la pression inflationniste reste faible, la reprise ralentit encore

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	0,9%	1,3% ↑	0,6%	0,5% ↓	4,1% ↓	4,1% ↓	2,5%	2,6%
Zone euro	0,4% ↓	0,6% ↓	0,8%	0,9%	5,5%	5,4% ↓	2,4%	2,4%
Allemagne	-0,2%	-0,2% ↓	0,6%	1,1%	6,0%	6,0% ↓	2,3%	2,5% ↓
France	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%	4,8%	5,3% ↓	2,1%	2,7% ↑
Italie	1,1%	1,0% ↑	0,6%	0,8% ↓	6,1%	6,1%	2,1%	2,5% ↑
Espagne	1,8%	1,8% ↑	1,2%	1,5% ↓	3,9%	3,7% ↓	2,5%	2,9% ↑
Royaume-Uni	0,0%	0,1% ↑	0,4%	0,8%	7,4%	7,3% ↑	2,8%	3,2% ↑
Suisse	0,7%	0,7%	1,5%	1,4%	2,1%	2,4% ↓	1,6%	1,4% ↓
Japon	1,2% ↑	1,1% ↑	0,7%	1,0% ↓	2,7%	2,8% ↑	1,2% ↑	1,5% ↑
Chine	5,8%	5,7% ↓	5,2%	4,9%	1,2% ↓	1,3% ↓	2,0% ↓	2,3% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 juin 2023

Graphique du mois



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Le choc d'approvisionnement est maîtrisé dans les secteurs des biens et du transport. Sur les marchés des matières premières, de nouveaux équilibres de prix sont apparus après l'incertitude de 2022. La pression des prix côté fabricants a ainsi reflué. Actuellement, la Chine exporte à nouveau de la désinflation. En Suisse, l'évolution des prix à la production précède d'environ quatre mois celle des prix à la consommation. Les ménages peuvent donc s'attendre à un nouveau repli de l'inflation. Toutefois, son ampleur reste tributaire du pouvoir de fixation des prix des entreprises et de l'évolution des tarifs dans le tertiaire.

Etats-Unis Des signaux brouillés

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,3%
2024 : 0,6%	2024 : 0,5%

Les données économiques américaines présentent un tableau contrasté. D'une part, la production industrielle s'essouffle et confirme ainsi la dynamique mondiale négative des enquêtes du secteur. Le PMI S&P américain enregistre à nouveau des valeurs proches des plus bas de décembre 2022 pour les composants production et nouvelles commandes. D'autre part, enquêtes comme chiffres d'activité font état d'un secteur tertiaire en forme, et le rebond du marché immobilier se poursuit après un creux. Selon l'enquête NAHB, le moral des courtiers s'améliore, les mises en chantier sont reparties de plus belle en mai et après sept mois de baisse, les prix remontent. S'il s'avère que les acteurs de l'immobilier ont digéré le choc des taux de 2022 et restent confiants, cela serait, ironie du sort, un signal problématique pour l'économie américaine. En effet, il pourrait conduire la Fed à relever encore ses taux, freinant davantage les investissements des entreprises et le marché des immeubles commerciaux qui, contrairement au résidentiel, fait face à un taux de vacance élevé. Nous maintenons notre prévision d'une faible récession aux Etats-Unis, mais en raison des données contradictoires, il reste difficile de prévoir quand elle se produira. Notre hypothèse actuelle est celle d'un ralentissement dès le 2^e semestre 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,1%	2023 : 4,1%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

L'inflation globale américaine recule conformément à nos prévisions et s'établit en mai à 4,0%. Les prix de l'énergie et des services (hors logement) y ont contribué un peu plus que prévu, alors que l'inflation liée au logement et celle des biens de consommation ont été étonnamment tenaces. L'inflation sous-jacente est également en baisse, mais reste à un niveau (5,3%) qui n'exclut pas de nouvelles hausses de taux.

Zone euro Déprime industrielle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,4%	2023 : 0,6%
2024 : 0,8%	2024 : 0,9%

En mai, la production industrielle en zone euro a livré une bonne surprise, mais qui s'explique uniquement par une hausse volatile de 21% en Irlande. En France et en Allemagne, la production industrielle progresse certes légèrement, mais reste nettement en deçà du niveau pré-covid, et évolue latéralement depuis janvier. Le secteur s'est mieux remis de la pandémie en Italie et en Espagne, il enregistre toutefois une forte baisse, surprenante, en avril. Malgré la détente des prix de l'énergie, les branches gourmandes en énergie de l'UEM comme la chimie ou la métallurgie n'ont pas énormément augmenté leur production cette année. De plus, la production automobile est atone depuis le début de l'année, bien que les plans de production restent très positifs en Allemagne. Une réalité se dessine dans ce secteur : après sa réouverture, la Chine ne va pas donner de stimuli de croissance, mais va plutôt être une sérieuse concurrente qui va aggraver les problèmes structurels du secteur secondaire européen. En avril, les exportations de voitures chinoises ont atteint de nouveaux sommets. Le PMI de juin confirme la déprime industrielle en zone euro par un nouveau repli de la production et des commandes et – une première depuis la pandémie – un recul de l'emploi industriel.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,5%	2023 : 5,4%
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%

Après la quasi-disparition de la pénurie d'offres, la demande industrielle faiblissante devrait être le principal moteur des prix des biens. En zone euro, les prix à la production baissent depuis quatre mois ; leur inflation annuelle en avril a surpris en glissant sous 2% (à 1,0%) pour la première fois depuis février 2021. Les directeurs d'achat de l'industrie font eux aussi état de baisse des prix d'achat et de vente, depuis respectivement quatre et deux mois. La pression des prix reste en revanche élevée dans le tertiaire.

Allemagne

Pénurie de main-d'œuvre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,2%	2023 : -0,2%
2024 : 0,6%	2024 : 1,1%

Tant les données d'enquête que d'activité en Allemagne sont décevantes pour le mois dernier. En avril, les ventes au détail et la production industrielle ont moins augmenté que prévu, le PMI du secondaire a plongé en juin un peu plus sous les 50 points, et celui du tertiaire, bien qu'à un niveau toujours élevé, n'est pas là où nous l'attendions. Les affaires en cours sont ainsi en repli pour la première fois depuis janvier. Néanmoins, l'emploi continue de progresser. La pénurie de main-d'œuvre est le facteur limitant la production, tant dans le secteur industriel que dans celui des services, invoquée par de plus en plus d'entreprises par rapport à la période avant la pandémie. Cette pénurie va préoccuper l'économie allemande pendant un long moment. D'ici 2035, la population active pourrait baisser de 8% et l'agence fédérale de l'emploi estime qu'il va manquer quelque 400 000 emplois qualifiés par an. A 70%, la participation au marché du travail en Allemagne est relativement élevée, et le potentiel de hausse est donc limité. Il ne reste donc que l'immigration comme solution, qui était sur une tendance baissière depuis 2015 avant la forte hausse due à la guerre en Ukraine. Face à cette réalité, l'exécutif vient de faire voter une nouvelle loi censée faciliter l'arrivée de travailleurs étrangers.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,0%
2024 : 2,3%	2024 : 2,5%

La pénurie de main-d'œuvre va maintenir structurellement élevée la pression salariale et donc des prix, notamment dans le secteur tertiaire. En termes cycliques, la détente se profile toujours pour les prix des biens. Les prix à la production en mai ont reculé davantage que prévu et les entreprises industrielles ont baissé leurs prix de vente pour la première fois depuis 2020, selon le PMI. Nous prévoyons donc un repli progressif de l'inflation à 2% vers la fin 2024, mais sans revenir au taux moyen pré-covid de 1,2%.

France

Hors tempo

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,6%	2023 : 0,6%
2024 : 0,9%	2024 : 0,9%

A la veille du départ du prestigieux Tour de France, la conjoncture française ne semble pas suivre le même rythme. Les stimuli venus de Chine espérés en début d'année n'ont pas été à la hauteur. Par ailleurs, le resserrement continu de la politique monétaire de la BCE pèse de manière sensible sur le commerce. La composante «commandes reçues» du PMI industriel a atteint en juin sa valeur la plus faible de 2023, de mauvais augure pour le second semestre. En matière de prévision conjoncturelle, il est quasiment impossible de déterminer l'instant exact d'un revirement conjoncturel, même en analysant correctement les évolutions fondamentales. Les données disponibles, dont certaines à haute fréquence, permettent de dater le ralentissement économique à la mi-mai. D'après la plateforme d'offres d'emploi en ligne Indeed, le volume d'annonces publiées depuis cette période a baissé, tous secteurs confondus. De plus, les chiffres d'enquêtes scrutées de près interrogeant les entreprises ont continué de se dégrader. Outre la période de faiblesse persistante dans l'industrie manufacturière, le PMI du secteur tertiaire a également baissé en juin, glissant sous le seuil de croissance des 50 points.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 5,3%
2024 : 2,1%	2024 : 2,7%

En France également, le taux de variation annuel des prix à la production est en repli. Toutefois, les données disponibles ne vont que jusqu'au mois d'avril inclus. Selon l'enquête parmi les directeurs d'achat citée plus haut, la majorité des entreprises interrogées de l'industrie manufacturière interrogées ont depuis baissé leurs prix de vente. En réponse à la pression politique, la grande distribution s'est engagée à faire profiter la clientèle des prix d'achat moins élevés. Ces considérations expliquent notre prévision de taux d'inflation comparativement faible.

Italie

L'industrie sous pression

L'économie italienne, étonnamment vivace depuis la pandémie, voit ses moteurs s'essouffler progressivement. Les investissements dans le domaine du logement, conséquence des incitations à durée limitée en faveur de la rénovation énergétique, ont déjà dépassé leur pic. Comme ailleurs, le moteur industriel tousse : la tendance baissière de la production dans ce secteur (corrigée des variations saisonnières) a accéléré en avril 2023, et les PMI continuent d'envoyer des signaux de contraction. Le secteur cyclique de la chimie en particulier traverse une mauvaise passe, alors que ceux de la pharmacie et du transport (aérien surtout) continuent de bien se porter. Le fossé avec le tertiaire s'est creusé : la tendance haussière des ventes au détail se poursuit, et le moral des ménages a livré une bonne surprise en juin. L'appréciation de la situation financière personnelle est meilleure, probablement grâce à la baisse de l'inflation, et la sécurité de l'emploi est jugée meilleure malgré la légère hausse du chômage au 1^{er} trimestre.

Espagne

Pression salariale modérée

Au mois de mai, la pression inflationniste a de nouveau reflué en Espagne, l'inflation globale passant de 4,1% à 3,2% par rapport à mai 2022. La baisse de l'inflation sous-jacente est un peu plus lente, à l'instar de l'évolution de la zone euro dans son ensemble, et s'établit à 6,1% en mai, soit le double de l'inflation globale. Selon nous, cette tendance s'est poursuivie en juin, un mois où la BCE a nettement relevé sa prévision d'inflation et cité la pression salariale parmi les principaux motifs. Cette dernière a évolué de manière très hétérogène au sein de l'UEM. Certes, le coût du travail moyen au 1^{er} trimestre a également augmenté, mais la trajectoire à moyen terme devrait être plus favorable que dans la zone euro prise dans sa globalité. De l'autre côté des Pyrénées, les négociations salariales tiennent compte de l'inflation globale. Une nouvelle convention collective d'une durée de trois ans entre également en vigueur dans le cadre de la dernière réforme du marché du travail. Des facteurs qui devraient maintenir une pression salariale comparativement modérée.

Suisse

Repli continu de la dynamique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 1,5%	2024 : 1,4%

Notre estimation d'une évolution conjoncturelle globalement dépourvue de stimulus s'est confirmée à la fin du 2^e trimestre. *In globo*, les enquêtes auprès des entreprises sont orientées à la baisse ; les PMI de l'industrie et les PME plutôt orientées vers le marché intérieur sont désormais sous le seuil de croissance de 50 points. En revanche, la même enquête parmi les directeurs d'achat du secteur tertiaire fait toujours état d'une progression. C'est donc principalement la consommation des ménages qui devrait soutenir la conjoncture durant les mois d'été. Toutefois, même pour les consommateurs suisses, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Les perspectives de hausse des primes des caisses-maladie et des loyers réduiront le pouvoir d'achat lors des mois à venir. A la différence des dernières années, il faut s'attendre à ce que ce pouvoir d'achat domestique passe ses vacances en Europe, la soif de voyages à l'étranger non assouvie suite au covid n'étant pas éteinte. La hausse des coûts de construction et de financement ainsi que la baisse du nombre de permis de construire accordés sont un autre frein à la dynamique du secteur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,4%
2024 : 1,6%	2024 : 1,4%

Notre modèle prédit un repli temporaire de l'inflation sous le seuil des 2% au 2^e semestre. Il repose sur l'indice des prix à la production et à l'importation ainsi que sur l'évolution des prix des services d'après le PMI. Vers la fin de l'année 2023 et début 2024, l'inflation au niveau des ménages sera influencée par des effets exceptionnels que le modèle ne prend pas en compte : hausse des loyers résidentiels existants, augmentation des tarifs des transports publics et relèvement de la TVA. Une nouvelle hausse des prix de l'électricité en 2024 ne serait pas une surprise.

Royaume-Uni Stagflation ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,0%	2023 : 0,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,8%

En avril, le PIB mensuel a progressé de 0,2% par rapport à mars, compensant tout du moins partiellement la perte de mars. Le rebond a été surtout porté par le tertiaire, qui s'est en partie remis du mauvais temps en mars. En parallèle, la production industrielle et la construction se sont contractées, mais c'était le premier repli mensuel depuis août 2022. Depuis l'été 2022, la production industrielle a globalement rebondi, à l'inverse du PMI de l'industrie britannique, qui est resté sous le seuil des 50 points tout ce temps. Comme dans le secondaire, les coûts de financement freinent l'activité d'investissement dans le secteur de la construction. Le marché du travail, pour sa part, résiste mieux que prévu ; en avril, le taux de chômage a de nouveau baissé, à la surprise générale, alors que la croissance des salaires a progressé à 7,2%. C'est tout simplement le plus haut niveau post-covid. Des données qui contrastent avec les prévisions de la Banque d'Angleterre, qui supposaient un ralentissement de la dynamique salariale. La tension accrue inattendue sur le marché du travail ainsi que l'inflation sous-jacente élevée devraient maintenir la pression sur l'institution à relever à nouveau les taux. A moyen terme, nous considérons le risque de stagflation comme important.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,4%	2023 : 7,3%
2024 : 2,8%	2024 : 3,2%

En mai, l'inflation est restée à un niveau élevé de 8,7% par rapport à l'an dernier, et la sous-jacente a surpris en continuant d'augmenter. Les prix des services ont été le facteur principal, même si l'inflation de ceux de l'alimentation et des biens de consommation est demeurée élevée. La Banque d'Angleterre a relevé ses taux en juin, et davantage que prévu. Le marché table sur d'autres hausses, jusqu'à 6% (contre 5% actuellement), ce que nous jugeons un peu exagéré.

Chine Pression des prix en repli

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,8%	2023 : 5,7%
2024 : 5,2%	2024 : 4,9%

Après que les données économiques d'avril ont nettement déçu les attentes, celles de mai signalent un nouveau ralentissement de la reprise. Les chiffres du commerce extérieur de mai ont à nouveau livré une mauvaise surprise, avec notamment un effondrement des exportations. Les importations ne sont pas épargnées. Après avoir fortement déçu en avril, la production industrielle a été conforme aux attentes pour mai, mais celles-ci avaient été revues à la baisse. Le PMI officiel du secteur industriel est resté un second mois de rang sous le seuil de croissance des 50 points. La consommation des ménages demeure solide, et les ventes au détail poursuivent sur leur belle lancée. Une performance à nuancer toutefois, car certains effets de base des confinements de 2022 jouent encore. Le gouvernement a déjà réagi à ces données moroses, la banque centrale chinoise procédant à une baisse surprise de son taux directeur mi-juin, de 0,1 point de pourcentage. La faible inflation lui donne un peu de latitude. Les données au ralenti ont également relancé les spéculations quant à de possibles plans de relance de la part de l'exécutif. Toutefois, nous estimons faible la probabilité d'un plan d'ampleur, notamment dans les infrastructures ou l'immobilier.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 1,2%	2023 : 1,3%
2024 : 2,0%	2024 : 2,3%

Le taux d'inflation des prix à la consommation en Chine a certes peu augmenté en mai, mais il reste très bas à 0,2% par rapport à l'année précédente. Les prix à la production restent clairement en territoire déflationniste, à -4,6% comparés à l'an dernier. La faible pression des prix traduit l'absence de surchauffe de l'économie.

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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK 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.

Troisième trimestre 2023

A retenir

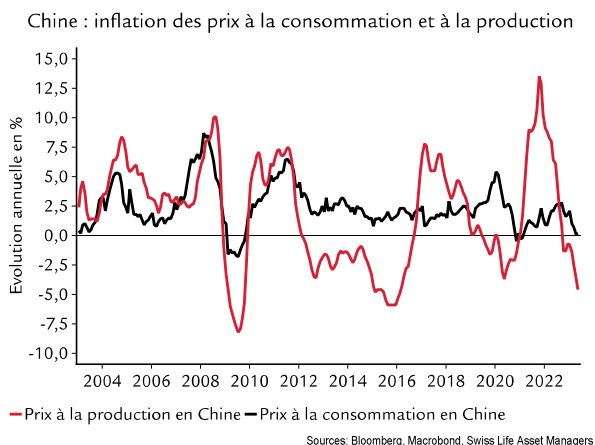
- Les pays émergents signent une solide croissance au 1^{er} trimestre
- Le rebond économique chinois semble déjà s'essouffler à nouveau
- Divers pays émergents devraient profiter de la tendance au «friend shoring»

En un chiffre

15%

Mi-juin, la banque centrale turque a relevé son taux directeur, de 8,5% à 15%. C'était certes une hausse moins forte qu'attendu, mais elle symbolise un premier pas en direction d'une politique monétaire plus durable. Après sa réélection en mai, le président Erdogan a nommé une nouvelle équipe à la tête de l'économie du pays, dont un nouveau gouverneur de la banque centrale. Le maître d'Ankara est un ennemi autoproclamé des taux élevés comme instrument de lutte contre l'inflation (39,6% en mai). Il faut donc attendre de voir à quel point cette évolution sera durable ; le récent écroulement de la lire montre que les marchés ont leurs doutes.

En un graphique



L'inflation en Chine reste à un niveau très faible. En mai, la hausse des prix à la consommation était de 0,2% par rapport à mai 2022. La baisse de l'inflation des biens de consommation ainsi que des coûts de transport expliquent principalement ce repli, alors que les prix de l'alimentation ont fortement augmenté en mai. L'inflation des prix à la production a nettement reculé et se retrouve en territoire déflationniste en mai. La faible pression des prix ne traduit pas une surchauffe de l'économie chinoise mais signifie que la Chine exporte actuellement de la déflation plutôt qu'elle ne contribue à l'inflation mondiale comme cela était redouté.

Le rebond chinois s'essouffle déjà

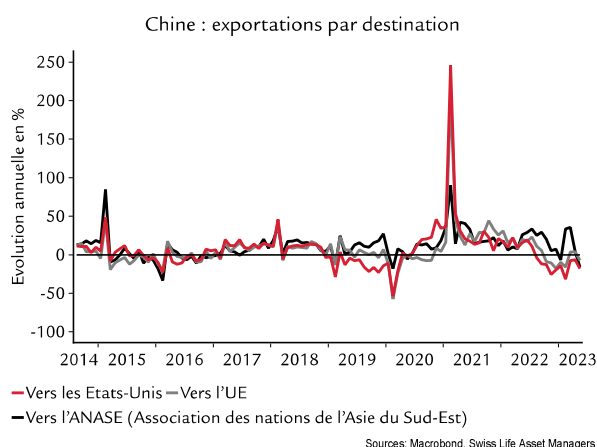
Après que les données économiques d'avril ont nettement déçu les attentes, celles de mai signalent un nouveau ralentissement de la reprise. Les chiffres du commerce extérieur de mai ont à nouveau livré une mauvaise surprise. Les exportations en particulier se sont effondrées par rapport à mai 2022. Les importations ne sont pas épargnées. Après avoir fortement déçu en avril, la production industrielle a été conforme aux attentes pour mai, mais celles-ci avaient été revues à la baisse. En mai également, le PMI officiel du secteur industriel est resté un second mois de rang sous le seuil de croissance des 50 points. Inscrit à 48,8 points, c'est son plus bas niveau depuis décembre 2022. En mai, celui des services a également signé son deuxième repli consécutif, même si à 53,8 points, il reste nettement au-dessus de ce seuil. La consommation des ménages demeure solide, et les ventes au détail poursuivent sur leur belle lancée. Une performance à nuancer toutefois, car certains effets de base des confinements de 2022 jouent encore. Le gouvernement a déjà réagi à ces données moroses, la banque centrale chinoise procédant à une baisse surprise de son taux directeur mi-juin, de 0,1%. La faible inflation lui donne un peu de latitude. Similairement aux données d'activité, le taux d'inflation en Chine a surpris par sa forte baisse. En mai, les prix à la consommation affichaient +0,2%, ceux à la production -4,6%, en profond territoire déflationniste. Les données au ralenti ont également relancé les spéculations autour de possibles plans de relance de la part de l'exécutif. Toutefois, nous estimons faible la

probabilité d'un plan d'ampleur, notamment dans les infrastructures ou l'immobilier.

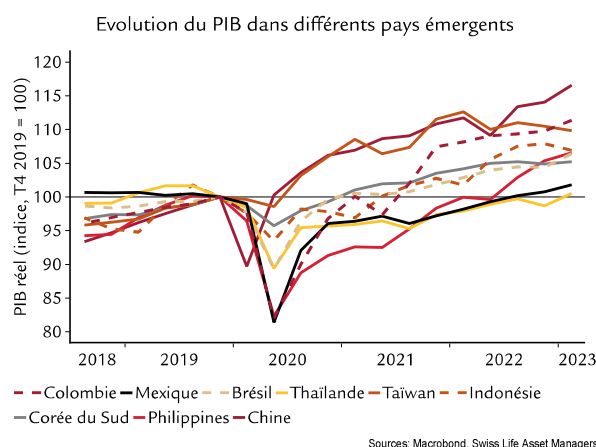
Solide 1^{er} trimestre dans les pays émergents

Outre la Chine, les autres pays émergents ont signé une belle croissance au 1^{er} trimestre. Toutefois, cela tient moins aux retombées positives venues de Chine qu'à des facteurs spécifiques dans les différentes économies. En Amérique latine, le Mexique et le Brésil ont affiché une croissance plus forte que prévu. Au 1^{er} trimestre, l'économie brésilienne a gagné 4% par rapport à l'année précédente. Le secteur agricole y a fortement contribué, lui qui a fortement progressé grâce à des récoltes abondantes. Au Mexique, la solidité du secteur tertiaire a été le principal moteur de la vigoureuse croissance de 3,9% au 1^{er} trimestre. En Asie, en revanche, l'évolution conjoncturelle était légèrement en retrait des attentes, exception faite de l'Indonésie. Les économies asiatiques ont moins profité de l'essor chinois que ce qui était attendu. Contrairement à de précédentes phases de croissance, l'économie chinoise a cette fois été principalement portée par le rebond du tertiaire, dont les retombées positives sur le reste du monde ont été moins marquées. Néanmoins, le PIB de tous les pays de la région a retrouvé un niveau supérieur à celui précédant la pandémie. Bien que les pays émergents devraient percevoir les effets du ralentissement de l'économie mondiale, nous estimons que leur croissance au 2^e semestre 2023 résistera mieux que celle des pays développés. L'inflation globale dans les marchés

Graphique 1 : Effondrement des exportations de la Chine, notamment dans la région de l'ANASE



Graphique 2 : Le PIB des pays émergents est à nouveau nettement supérieur au niveau pré-covid



émergents a connu un fort recul, alors que l'inflation sous-jacente y reste tenace, à l'instar de la situation dans les grandes économies. Nous estimons toutefois qu'elle devrait lentement se normaliser au 2^e semestre.

« Friend shoring » : gagnants et perdants

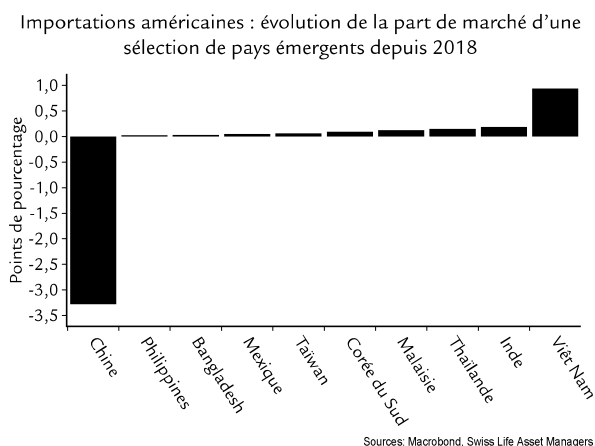
La notion de « friend shoring » désigne le fait de limiter les échanges commerciaux à ceux qui ont lieu avec des Etats amis. La Chine souffre particulièrement de cette tendance. A l'issue de la pandémie, nous avons pu observer une certaine diversification des chaînes d'approvisionnement excluant la Chine. Nous avons déjà évoqué la stratégie dite « Chine+1 » dans cette publication. Le « friend shoring » précise un peu plus quels pays émergents pourraient en profiter. Parmi les bénéficiaires souvent cités figure l'Inde. Le gouvernement indien vient de lancer une initiative visant à attirer les entreprises industrielles internationales (voir section suivante) qui a déjà remporté quelques succès. Nous ne pensons toutefois pas que l'Inde va connaître une forte expansion industrielle du fait du « friend shoring », mais plutôt une croissance constante. En Asie du Sud-Est, c'est le Viêt Nam qui devrait continuer à en récolter les fruits. Depuis le covid, le pays a déjà réussi à augmenter nettement sa part d'exportations mondiales. Hors d'Asie, nous considérons le Mexique comme un pays à même de tirer profit de la diversification, précisément à l'égard des investissements provenant des Etats-Unis. Le Mexique dispose déjà d'un accord commercial historique avec son voisin. La proximité géographique et les faibles coûts salariaux constituent des

atouts supplémentaires. Toutefois, la volonté politique au Mexique complique les affaires ces dernières années. Ainsi, les investissements privés dans de nombreux domaines comme celui des énergies renouvelables sont rendus plus difficiles par l'exécutif mexicain. Cela pourrait être un repoussoir pour de grands investisseurs.

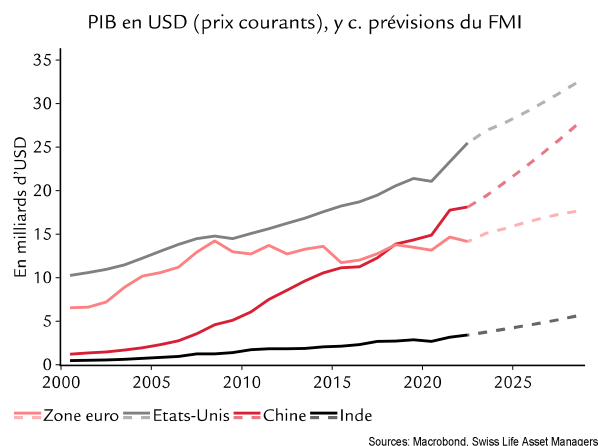
L'Inde est-elle la Chine du futur ?

L'Inde a récemment délogé la Chine au rang de pays le plus peuplé du monde. Depuis, tout le monde ne parle que du moment où New Delhi prendra aussi le pas économiquement sur Pékin. Différents facteurs sont favorables à l'évolution positive du pays. L'âge moyen de la population active indienne est très bas, le gouvernement a considérablement investi dans les infrastructures, notamment dans le transport et la numérisation. Pour un marché émergent, l'économie indienne est plus dépendante que la moyenne du secteur tertiaire. C'est pourquoi l'exécutif a lancé l'initiative que nous évoquons plus haut pour attirer des entreprises industrielles internationales. Si elle a récolté de premiers succès, certains obstacles subsistent ; par exemple, la confiance en la stabilité politique demeure faible. La volonté du gouvernement de se concentrer sur des champions nationaux pourrait freiner l'investissement. Ce risque d'un terrain de jeu inégal pour les sociétés domestiques et étrangères pourrait expliquer le ralentissement des investissements directs bruts venus de l'étranger. Par conséquent, nous estimons que l'Inde ne va pas connaître de boom industriel, mais nous considérons une croissance constante comme probable.

Graphique 3 : La part des importations américaines depuis le Viêt Nam a déjà nettement augmenté



Graphique 4 : L'Inde ne connaîtra pas de boom industriel



Economic Research



Marc Brüttsch
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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juillet 2023

Taux d'intérêt et obligations

Les banques centrales, pilotes de la récession ?

Etats-Unis

- En juin, les mouvements des T-Bonds et du crédit américain ont été modestes. Légère hausse des rendements des premiers et resserrement des écarts des emprunts d'entreprises, signe d'une solide demande en actifs risqués.
- La Fed a tenu sa ligne et agi conformément à ses annonces en matière de taux directeur. Cette pause lui a permis d'observer l'effet différé de coûts d'emprunts plus élevés sur l'économie. Le marché prévoit un relèvement de plus cette année, et de potentielles baisses en 2024.

Zone euro

- Les rendements des obligations d'Etat évoluent dans un couloir étroit : hausse en première quinzaine de juin, puis baisse, tandis que les écarts des emprunts d'entreprises se sont contractés.
- La BCE a augmenté ses taux directeurs de 25 pb, tout en relevant sa prévision d'inflation et en tenant un discours offensif. Une action intervenue sur fond de signes de ralentissement économique, la nette dégradation des données d'enquête suggérant une potentielle récession. Malgré cela, les investisseurs prévoient deux autres hausses cette année.

Royaume-Uni

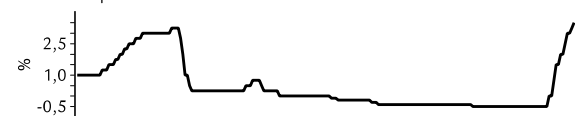
- L'économie britannique fait face à une potentielle stagflation, une situation caractérisée par une forte inflation et une croissance économique atone. Les ménages subissent une érosion du pouvoir d'achat et les effets de la hausse des taux d'intérêt.
- La Banque d'Angleterre a surpris le marché avec une hausse de 50 pb. Ce dernier prévoit toujours des relèvements supplémentaires (100 pb) d'ici fin 2023, en raison de l'inflation tenace.

Suisse

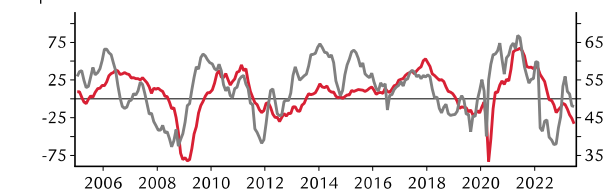
- Stabilité des rendements suisses malgré l'anticipation d'une hausse du taux directeur de 25 pb.
- L'inflation semble ralentir, à 2,2% : elle est proche de l'objectif de la BNS, mais pourrait remonter avec les hausses de loyer attendues en fin d'année.

Les grands indicateurs n'augurent rien de bon

Taux des dépôts de la BCE



Enquêtes en zone euro



– Enquête ZEW : prévisions de croissance, éch. de g.

– PMI manufacturier, éch. de d.

Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

En juin, la BCE a procédé à sa huitième hausse consécutive, les taux directeurs augmentant au cumulé de 4% en moins d'un an. Toutefois, l'inflation sous-jacente dans l'UEM est restée tenace à 5,3%, signe que ce cycle de resserrement inédit a eu peu d'impact économique. Taux de chômage au plus bas depuis des décennies et bénéfices proches de sommets ne sont pas des signes de récession imminente : c'est le nœud du problème. L'objectif principal de la BCE est un taux d'inflation approchant 2%. Pour l'atteindre, elle s'appuie sur les hausses de taux et l'assouplissement quantitatif. Mais ces deux outils sont émoussés et leur effet sur la croissance et l'inflation est très tardif, compliquant le pilotage pour atterrir en douceur. Autre difficulté, l'inflation : c'est un indicateur économique différé en soi, qui atteint son pic pendant ou juste avant une récession. Au vu de ces intrications, nous jugeons élevé le risque que les banques centrales serrent trop la vis sur une longue période, passant potentiellement à côté des signes clés d'une récession. Les PMI et prix à la production sont déjà en forte baisse, mais la BCE devrait continuer à relever ses taux et réduire son bilan, courant ainsi le risque d'exacerber la récession. Considérant cette perspective, nous demeurons prudents sur le risque de crédit et relevons la durée, en pariant sur une baisse des taux à plus long terme.

Actions

Les titres de la tech à la barre

Etats-Unis

- Le marché américain gagne 4,9% en juin, signant un rendement depuis janvier de +14,9% (toutes les données sont au 27 juin).
- Le récent rebond s'est cantonné à certains titres : l'indice FANG+, où figurent les géants de la tech, gagne 70% depuis janvier. En comparaison, l'indice qui pondère chaque action du S&P 500 de la même façon ne progresse que de 5,4%.
- La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés. Le déséquilibre de performance cette année est une source d'inquiétude.

Zone euro

- Le marché gagne 1,5% en juin, et signe 10,9% depuis le début d'année.
- Les dernières données économiques de l'UEM ont déçu, et les données américaines ont répondu aux attentes.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de 0,3% pour le marché britannique en juin, et gain identique depuis janvier.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, nous estimons que cela s'explique par la grande incertitude économique à laquelle le Royaume-Uni est confronté.

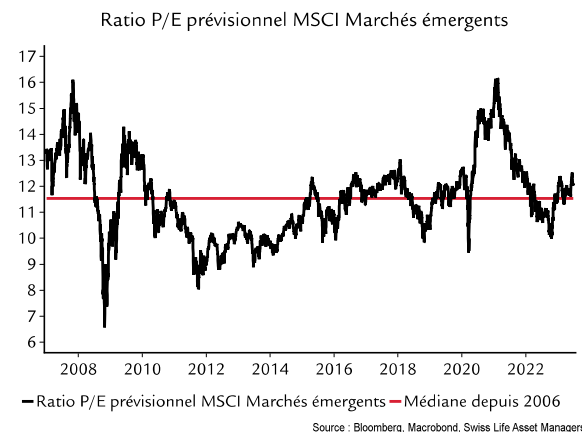
Suisse

- Le marché suisse a cédé 0,8% en juin, et signe 6% depuis janvier.
- Le marché helvète des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mois de juin très positif pour les actions émergentes, signant 4,2%. Le gain depuis début 2023 est anecdotique (5,4%), en retrait des autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises déçoivent encore, ce qui pèse sur le moral.

Pourquoi les actions émergentes ne font-elles pas mieux ?



En 2023 également, les actions des marchés émergents sont en retrait de leurs homologues des pays développés. Ces dix dernières années, la sous-performance a dépassé 100%, et les actions des grandes économies ont surperformé sept années sur dix. Il n'y a que sur la période depuis 2000 que les actions émergentes ont surpassé d'environ 50% les marchés développés. Récemment, la valorisation de ces actions est devenue plutôt intéressante. Le ratio P/E prévisionnel actuel est de 12,1, légèrement supérieur à la médiane sur 17 ans. A l'inverse, celui des actions des marchés développés est de 16,9. La différence entre les deux dépasse la moyenne historique. Pour comprendre cette performance des marchés émergents, il faut observer la Chine. Son marché des actions a porté la performance des marchés émergents ces dix dernières années, et c'est de loin le poids lourd de l'indice du marché (pondération de 29%). Le problème de la Chine est que sa croissance et la confiance du marché dans ses institutions se sont dégradées en une dizaine d'années, et davantage depuis la pandémie. En 2010, la croissance était de 10%, contre 5% aujourd'hui. Les investisseurs s'inquiètent des questions nationales (secteur immobilier notamment), démographiques et géopolitiques. Des soucis qui devraient peser sur le marché chinois des actions à l'avenir et l'emporter sur la valorisation attractive des actions émergentes et la politique monétaire chinoise bien plus souple. Ainsi, nous ne constatons pas de motif de surperformance systématique des actions émergentes. La prévision d'une légère récession mondiale ne plaide pas non plus pour une plus grande exposition à ces titres.

Devises

Les nuages s'amassent au-dessus de l'euro

Etats-Unis

- Après un solide mois de mai, l'USD a cédé du terrain à la plupart des grandes devises en juin, à la double exception notable du renminbi et de la lire turque.
- Nous prévoyons toutefois une nouvelle appréciation du dollar au 3^e trimestre 2023. Les risques de récession semblent suffisamment intégrés aux Etats-Unis, alors que la perspective économique européenne devrait se dégrader un peu plus vite que prévu par les marchés. Nous sommes donc négatifs sur la paire EUR/USD au prochain trimestre.

Zone euro

- A l'heure où nous rédigeons, l'EUR s'apprécie de 1,7% en juin, pondéré des échanges.
- Outre l'argument clé cité plus haut, un facteur technique devrait affaiblir la paire EUR/USD ces trois prochains mois. Le positionnement spéculatif reste favorable à l'EUR, et tout débouclage de ces positions pourrait affaiblir l'EUR à court terme.

Royaume-Uni

- La GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR lors de la première quinzaine de juin, avant de perdre du terrain en seconde.
- Les attentes du marché quant aux relèvements de la Banque d'Angleterre ont nettement monté, peut-être un peu trop. Nous sommes donc négatifs sur la paire GBP/USD sur trois mois.

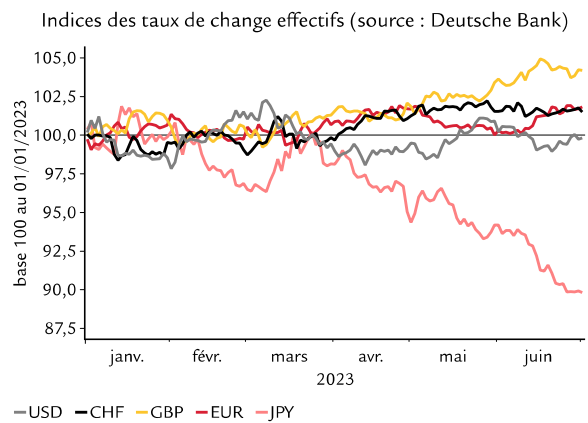
Suisse

- Pondérée des échanges, la performance du CHF a été neutre en juin.
- C'est aussi notre position sur la paire EUR/CHF pour le 3^e trimestre. La rhétorique étonnamment offensive de la BNS malgré la faible inflation suggère qu'elle ne veut pas d'un CHF plus faible.

Japon

- Nouvelle forte hausse de la paire USD/JPY en juin (4%).
- Vu la nette sous-évaluation du JPY aux niveaux actuels, nous passons à une position neutre sur la paire sur les trois prochains mois.

Le yen, perdant de l'année jusqu'ici



En faisant le point à la mi-2023, plusieurs gagnants et un grand perdant ressortent parmi les devises majeures (voir graphique). Pondéré des échanges, le JPY a cédé près de 10% au 1^{er} semestre. Bien que l'inflation ait progressé au Japon et soit bien supérieure à l'objectif de 2% de la Banque du Japon, les attentes d'un revirement offensif de la part du gouverneur Kazuo Ueda ont été déçues. Il a choisi d'imiter son prédécesseur Haruhiko Kuroda, qui avait planifié une longue période de grande souplesse et réitéré en juin que son institution ne changerait son fusil d'épaule que si elle était « raisonnablement certaine » que l'inflation allait accélérer en 2024. Des déclarations qui ont dopé la vente massive du JPY déjà entamée, les différentiels de taux avec les autres grandes monnaies se creusant.

Pendant ce temps, la meilleure élève inattendue en 2023 est la GBP. Malgré une économie atone, la devise britannique a gagné près de 4%, pondérée des échanges. La principale raison à cela est le creusement des différentiels de taux d'intérêt (carry), les marchés relevant leurs prévisions de hausses de taux par la Banque d'Angleterre pour lutter contre une inflation élevée et en hausse. Ce carry semble clairement être aux commandes de la performance des devises, ce que la BNS n'a pas manqué d'observer et qui pourrait avoir alimenté sa rhétorique offensive en juin, car un affaiblissement de la devise helvète créerait un risque inflationniste supplémentaire.

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



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juillet 2023 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Etonnante résistance des marchés des actions

Résumé

- Un bon début en juin, mais le vent a tourné en seconde quinzaine, effaçant une partie des gains.
- Des espoirs de politique monétaire plus souple et de croissance plus solide alimentaient la confiance du marché. Si les banques centrales sont claires quant à leur détermination à combattre l'inflation, les données économiques, aux Etats-Unis notamment, décrivent une économie plus résistante que prévu.
- Les économies ne vont sûrement pas rester insensibles à la fermeté monétaire. Les marchés financiers n'intégrant pas ce risque, nous maintenons notre stratégie prudente et notre faible exposition aux actions.

Taux d'intérêt et obligations

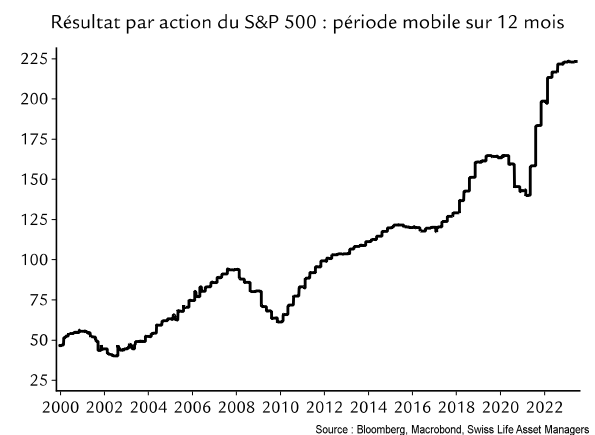
- Les rendements des obligations d'Etat à 10 ans libellées dans les principales devises ont été plutôt stables. Avec des prévisions d'inflation en baisse, les taux réels sont restés proches des récents sommets aux Etats-Unis.
- Léger resserrement des écarts pour les titres d'entreprise investment grade, et plus marqué pour les obligations high yield, porté par les mêmes prévisions positives que pour les actions.
- Ces taux réels relativement élevés sont intéressants, confortant notre préférence pour les titres d'Etat plutôt que d'entreprises, toutes qualités confondues. Les écarts, certes plus faibles qu'à notre goût, recèlent de la valeur, les obligations d'entreprises étant plus avantageuses que les actions.

Actions

- Hormis en Suisse, les marchés des actions ont connu un bon mois malgré les récentes corrections.
- Il est difficile d'expliquer pourquoi ces marchés, chers en 2021, ont désormais effacé l'essentiel de la correction de 2022 dans un contexte économique qui aurait dû leur être hostile en raison de la politique monétaire restrictive.
- Nous restons donc prudents sur les actions.

Pourquoi ce pessimisme ?

Les marchés des actions sont performants malgré un net durcissement monétaire et un risque croissant de ralentissement économique. Mais pourquoi cela ? La hausse des taux entraîne une plus grande actualisation des bénéfices futurs : en clair, les prix des actions devraient baisser, à moins que la croissance des bénéfices n'accélère. Si les marchés continuent de croître, les investisseurs vont supposer une accélération des bénéfices et/ou une baisse des taux d'intérêt à court terme. Les deux hypothèses sont toutefois discutables actuellement. Les banques centrales ne vont pas changer leur fusil d'épaule de sitôt, à moins que l'économie connaisse un coup d'arrêt. Comme l'illustre le graphique suivant, le résultat par action des sociétés du S&P 500 a connu depuis 2021 une croissance à un rythme non soutenable.



Elle résulte de deux facteurs : la reprise post-covid et les généreuses mesures monétaires et budgétaires pour absorber l'impact de la pandémie sur l'économie. Une nouvelle réaccélération nous semble irréaliste. La croissance des bénéfices a déjà nettement ralenti ces derniers mois, alors que les taux sont restés élevés. Ainsi, à moins que la politique monétaire ne change de direction ou que les bénéfices repartent à la hausse, les marchés des actions devront abaisser leurs prévisions, et donc corriger plus fortement.

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, Clever Strasse 36, D-50668 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 Swiss Life Asset Managers UK 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.