

Juin 2023

### A retenir

- Etats-Unis : conditions durcies et demande plus faible en crédits d'entreprise comme signal d'alarme.
- Zone euro: premiers signes de faiblesse sur le marché du travail ; le fossé entre l'industrie et services croît.
- Chine : la reprise de l'économie chinoise semble déjà s'essouffler.

### Prévisions comparées

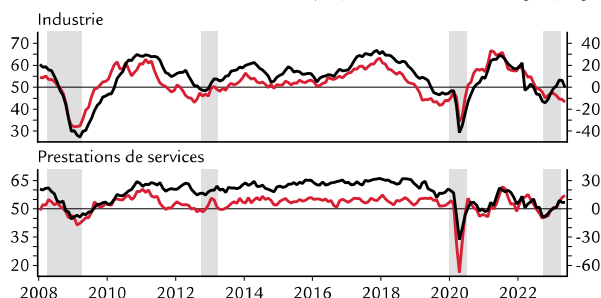
	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	0,9%	1,1%	0,6%	0,6% ↓	4,2%	4,2% ↓	2,5%	2,6%
Zone euro	0,7%	0,7%	0,8% ↓	0,9% ↓	5,5% ↓	5,5%	2,4% ↓	2,4%
Allemagne	-0,2%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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 mai 2023

### Graphique du mois

#### Enquêtes de conjoncture en Allemagne

Récessions techniques (deux trimestres de croissance négative) en gris



— Index ifo du climat des affaires (%), éch. de d.  
— Index des directeurs d'achat, éch. de g.

Sources : HCOB, Institut ifo, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Tandis que le moral des entreprises du tertiaire reste bon, il se dégrade dans le secondaire d'après le PMI et l'enquête ifo. Seules 4 des 22 branches industrielles affichent des attentes positives pour les six prochains mois. Les plus optimistes sont les fabricants de produits pharmaceutiques. A l'inverse, le plus grand pessimisme règne chez les fabricants de produits en bois hors meubles. Selon nous, le fossé entre secondaire et tertiaire va se combler ces prochains mois, majoritairement au détriment des prestataires de services.

## Etats-Unis

### Des crédits moins demandés

#### Croissance du PIB

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

La croissance du PIB américain au 1<sup>er</sup> trimestre a été étonnamment faible, en raison d'une plus forte réduction des stocks. Ces effets se compensant en général d'un trimestre à l'autre, nous avons laissé inchangées les prévisions de croissance pour l'année. Le schéma de l'an dernier s'est répété au 1<sup>er</sup> trimestre : forte consommation des ménages et investissements en repli. Solides ventes au détail et chiffres industriels en avril, et de premiers signes d'un revirement positif sur le marché immobilier américain suggèrent un début de 2<sup>e</sup> trimestre réussi. Mais la dernière enquête trimestrielle de la Fed auprès des banques commerciales suscite l'inquiétude. La grande majorité d'entre elles font état de conditions de prêt durcies et d'une demande de crédits d'entreprise en baisse par rapport au trimestre précédent. Le résultat de l'enquête évolue toujours à des niveaux associés par le passé à des récessions. En outre, le psychodrame autour du relèvement du plafond de la dette n'était pas résolu à la clôture de la rédaction. Même si nous tablons sur une solution de dernière minute, l'incertitude exacerbée devrait peser sur les indicateurs de confiance. De plus, cet accord devrait intégrer des concessions budgétaires. Nous prévoyons donc un soutien fiscal réduit, pile dans une phase où le ralentissement économique menace en raison de la politique monétaire durcie.

#### Inflation

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

Une fois de plus, les chiffres de l'inflation d'avril correspondent à nos prévisions. L'inflation globale et la composante sous-jacente ont perdu chacune 0,1%, à respectivement 4,9% et 5,5%. Signe encourageant : l'inflation dans le secteur des services a diminué un peu plus vite que nous l'estimions. Mais l'inflation des prix du logement s'est révélée persistante. Dans le contexte du ralentissement attendu de l'économie, celle-ci devrait baisser, livrant de bons arguments à la Fed pour marquer une pause dans le cycle des taux.

## Zone euro

### L'emploi en difficulté ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 0,8%	2024 : 0,9%

Le marché du travail dans la zone euro demeure robuste, le taux de chômage reculant encore en mars, à un niveau historiquement bas de 6,5%. Mais des signes de faiblesses apparaissent. Tandis que l'emploi continue d'augmenter globalement dans la zone euro, l'emploi intérimaire, potentiel indicateur avancé du marché du travail, vit un revirement de tendance depuis quelques mois, notamment en Allemagne et en France. Certes, le PMI industriel affiche toujours une hausse des embauches, qui a même accéléré récemment en Espagne et en Grèce, mais *in globo*, une nette tendance à la baisse se dessine en zone euro à partir du milieu de l'année. En mai, et d'après le PMI, l'emploi industriel autrichien a même baissé pour la première fois depuis 2020. De plus, d'après l'INSEE et l'ifo, respectivement en France et en Allemagne, le climat d'embauche s'est nettement dégradé en mai. Dans les secteurs du commerce et de l'immobilier, on s'attend à un recul de l'emploi en Allemagne au cours des trois prochains mois. Les annonces d'emploi Indeed à haute fréquence sont également en repli en France et chez son voisin d'outre-Rhin. Selon nous, le ralentissement conjoncturel va laisser de plus en plus de traces sur le marché du travail. A moyen terme, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, en raison des tendances démographiques, va plutôt s'accroître et maintenir élevée la pression salariale.

#### Inflation

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

La première estimation d'inflation en mai en zone euro ne sera publiée qu'après la clôture de la rédaction, mais au vu des faibles chiffres attendus en Allemagne, en Espagne et en France, nous abaissons notre prévision annuelle pour 2023. Selon le PMI, les prix à la production dans l'industrie reculent légèrement pour la première fois depuis 2020. Mais ce qui devrait inquiéter la BCE, c'est le nouvel accès d'inflation des prix des entreprises du tertiaire, sous pression constante de la hausse des coûts salariaux.

## Allemagne

### La récession hivernale est là

#### Croissance du PIB

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

Après révision de l'estimation de croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 à -0,3%, l'Allemagne se trouve désormais en récession (technique). La consommation des ménages s'est notamment affaiblie, de 1,2% comparée au trimestre précédent, plombée par la baisse du revenu réel disponible. Des chiffres d'activité plus faibles que prévu en mars ont confirmé la chute : les ventes au détail ont baissé de 2,4% par rapport au mois précédent, et de 2% cumulés au 1<sup>er</sup> trimestre. La production industrielle s'est effondrée de 3,4% en mars, mais progresse tout de même de 2,3% sur le trimestre. A la lecture des indicateurs de confiance des entreprises, le tableau est contrasté (voir également graphique du mois). L'élan étonnamment positif du tertiaire n'est pas appelé à durer selon nous. Dans le secondaire, demande et prévisions se sont dégradées plus que prévu, alors que le commerce et la construction sont désormais en quadrant de récession (situation conjoncturelle actuelle négative et prévisions négatives) selon l'ifo. Bien qu'une légère réaccélération de la croissance nous semble toujours possible, notamment car la consommation privée pourrait rebondir sur fond d'inflation en baisse et de hausses des salaires, nous révisons à nouveau à la baisse la trajectoire de croissance pour le 2<sup>e</sup> semestre 2023 et début 2024.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,2%
2024 : 2,3%	2024 : 2,7%

L'inflation a surpris à la baisse en mai à 6,1% en croissance annuelle et à -0,1% en croissance mensuelle. Nous avons donc abaissé notre prévision annuelle, même si l'inflation sous-jacente persiste, portée par les prix des services. En avril, les prix à la production ont signé une première hausse mensuelle depuis octobre 2022. La variation annuelle reste clairement orientée à la baisse et la pression sur les prix du côté des biens de consommation devrait continuer de refluer au fil du temps.

## France

### L'emploi est marqué

#### Croissance du PIB

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

Le marché du travail français a récemment fait la une pour de bonnes raisons : le taux de chômage est passé sous les 7%, son niveau le plus bas depuis 2009. En parallèle, le taux d'activité a atteint un record au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, à 68,6%. Mais à l'heure actuelle, une dégradation cyclique semble se profiler. Tant les enquêtes classiques de l'INSEE auprès des entreprises que le nombre d'annonces d'emploi publiées par la société Indeed indiquent au 2<sup>e</sup> trimestre une retenue croissante chez les employeurs. Le durcissement de politique monétaire de la BCE fait son effet et touche à présent l'économie réelle : près des deux tiers des PME rapportent que les coûts de financement ont augmenté. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, le taux moyen des nouveaux prêts, selon les chiffres de la Banque de France, était de 3,7%, au plus haut depuis le printemps 2009, et en hausse de 150 points de base depuis mars 2022. Même si la France devrait échapper à la récession technique, la dynamique conjoncturelle ralentit sensiblement. En mai, d'après une variété d'enquêtes, le moral des entreprises s'est dégradé, tous secteurs confondus. Pour l'heure, les stimuli positifs proviennent encore du commerce extérieur, y compris du tourisme.

#### Inflation

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

Les indicateurs avancés pour mai pointent vers un net repli de l'inflation, de 5,9% à 5,1%. Nous abaissons légèrement notre prévision pour l'ensemble de l'année 2023, et ce faisant, nous nous démarquons nettement de celle du consensus. La forte dynamique de repli des prix à la production augure d'une nouvelle baisse de la pression sur les prix des biens manufacturés pour les consommateurs. Les prix de l'énergie alimentent également cette évolution déflationniste.

## Italie

### Toujours prête à surprendre

Hormis l'Irlande à l'essor du moins théorique, l'Italie reste le pays de la zone euro ayant signé la croissance la plus étonnante depuis la pandémie. Malgré un faible potentiel pour des raisons démographiques, le PIB italien au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 est supérieur de 2,5% à la période pré-covid. L'Italie surpasse ainsi la France (PIB supérieur de 1,2% à la période pré-covid), l'Allemagne et l'Espagne. Chez les deux derniers nommés, le PIB stagne même au niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. Et tandis que les autres pays voient une stagnation voire baisse de la consommation des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, celle de l'Italie progresse. Le boom de l'investissement alimenté par les incitations étatiques et les fonds européens semble ainsi avoir eu un effet multiplicateur. Toutefois, nous gardons nos doutes sur la persistance de ce fort dynamisme, car les stimuli vont cesser, et laissons inchangée notre prévision de croissance du PIB en 2024, à 0,6%, inférieure à celle du consensus. Après les solides chiffres du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre, nous révisons à 1,1% notre prévision de croissance pour 2023.

## Espagne

### La normalisation se poursuit

En progression de 0,5% au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent, l'économie espagnole a crû bien plus rapidement que prévu. Mais la déception se cache dans les détails. La consommation des ménages recule pour le 2<sup>e</sup> trimestre de rang ; tandis que le PIB est quasiment revenu à son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019, la consommation reste nettement inférieure au niveau pré-covid. L'essentiel de la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre provient d'une forte hausse des revenus du tourisme. Après un faible 4<sup>e</sup> trimestre 2022, les dépenses d'investissement ont aussi nettement rebondi, portées par les entreprises et la construction. Considérant les chiffres du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre, nous relevons notre prévision de croissance pour 2023 à 1,8%. En Espagne également, l'inflation a de nouveau reculé plus que prévu en mai, grâce à la baisse des prix de l'énergie et une hausse moins marquée de ceux de l'alimentation, comme le montrent les indicateurs avancés. L'inflation sous-jacente notamment a surpris à la baisse (6,4%).

## Suisse

### La conjoncture à pas de fourmi

#### Croissance du PIB

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

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, les chiffres du PIB ont livré de bonnes surprises. Porté par la consommation des ménages et la solide activité d'investissement des entreprises, le PIB réel progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Les données actuelles de l'évolution conjoncturelle pour le trimestre en cours sont moins encourageantes. Citons le net repli des valeurs des enquêtes auprès des directeurs d'achat du secondaire et du tertiaire. La baisse des commandes dans l'industrie indique que le secteur ne peut pas se découpler totalement des tendances mondiales. A la peine depuis le début du 2<sup>e</sup> trimestre également, l'indice AEH du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO traduit dernièrement une tendance à la baisse. Certes, la demande des ménages reste solide grâce à la situation sur le marché du travail, mais nous prévoyons toujours une activité d'investissement et de construction en retrait ces prochains mois. Les stimuli pour la croissance venus de Chine sont en outre plus faibles qu'espéré en début d'année.

#### Inflation

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

La pression inflationniste continue de refluer en Suisse : le renchérissement annuel des prix à la production et à l'importation en avril était de seulement 1,0%. La récente appréciation du franc face à l'euro et au dollar a probablement renforcé cette trajectoire ces dernières semaines. Les grossistes ont laissé entrevoir que la hausse des prix dans le commerce de détail devrait prendre fin durant les mois d'été. Nous estimons que le taux d'inflation pour les consommateurs, c'est-à-dire mesuré par le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation, repassera sous la barre des 2% en juin 2023.

## Royaume-Uni

### Meilleure résilience que prévu

#### Croissance du PIB

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

Malgré un timide mois de mars, le PIB britannique a progressé de 0,1% au 1<sup>er</sup> trimestre par rapport au trimestre précédent ; l'économie outre-Manche a donc été plus solide que nous le pensions. Mauvaise surprise pour la croissance du PIB en mars (-0,3% par rapport au mois précédent) : elle s'explique notamment par la piètre performance du tertiaire, alors que la production industrielle a été robuste. L'*Office for National Statistics* cite le mois de mars inhabituellement pluvieux comme cause possible de cette faiblesse du tertiaire. L'évolution des PMI affiche un fort contraste avec celle du PIB : au Royaume-Uni, il y a un grand écart entre les prévisions pour l'industrie et celles des services. Alors que les deux indices ont légèrement reculé en mai, celui de l'industrie s'inscrit à 46,9 points, sous le seuil de croissance de 50. L'état des nouvelles commandes est particulièrement mauvais. L'indice du tertiaire, qui représente un poids nettement plus important dans la performance économique britannique, reste bien plus résistant, à 55,1 points, malgré un léger repli en mai. Nous avons à nouveau légèrement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2023 après ce 1<sup>er</sup> trimestre plus solide. Toutefois, nous pensons que la croissance sera négative au 2<sup>e</sup> semestre en raison de la politique monétaire durcie.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,4%	2023 : 6,7%
2024 : 2,8%	2024 : 2,8%

L'inflation a de nouveau surpris à la hausse en avril, mais en comparaison annuelle, elle passe de 10,1% à 8,7%. A nouveau, les prix des produits de base et des services en sont les principaux facteurs. Quant aux prix de l'énergie, ils ont nettement reculé en raison d'effets de base. Cette tendance devrait se poursuivre ; l'inflation sous-jacente demeure toutefois obstinément élevée, ce qui devrait maintenir élevée la pression sur la Banque d'Angleterre à un nouveau relèvement.

## Chine

### Le rebond s'essouffle

#### Croissance du PIB

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

Les données économiques chinoises d'avril ont largement déçu les attentes et pointent vers un ralentissement de la reprise. La production industrielle a progressé de 5,6% en avril par rapport à l'année précédente, contre 10,9% prévu par le consensus. La production de voitures a été solide, le reste des composantes a en revanche été faible. En mai, le PMI de l'industrie a glissé un peu plus sous le seuil de croissance des 50 points. 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. Tandis que les ventes au détail en avril ont à nouveau fortement augmenté par rapport à 2022 (18,4%), elles restent inférieures aux attentes. Le fort rebond est surtout le fruit d'effets de base en raison des confinements de l'année dernière. Les données commerciales traduisent aussi un léger ralentissement récent, notamment côté importations. Les exportations vers les pays voisins de l'ASEAN notamment affichent un net repli en avril, alors que celles vers l'UE ou les Etats-Unis demeurent faibles. Par conséquent, nous prévoyons que cette reprise chinoise sera avant tout portée par la consommation nationale, contrairement aux précédentes, portées par l'industrie. Les retombées positives en Europe et aux Etats-Unis devraient donc être limitées.

#### Inflation

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

Le taux d'inflation en Chine est étonnamment bas en avril, à 0,1% en comparaison annuelle. L'inflation des prix à la production est à nouveau inférieure aux prévisions : avec -3,6%, elle est clairement en territoire déflationniste. La faible pression des prix ne traduit pas d'économie en surchauffe, signifie que la Chine exporte de la désinflation, et qu'elle ne contribue pas à l'inflation mondiale comme redouté.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.



Juin 2023

## Taux d'intérêt et obligations

L'assouplissement furtif pourrait bientôt cesser

### Etats-Unis

- Malgré le débat imminent sur le plafond de la dette, les variations des taux d'intérêt et des écarts restent limitées. Les taux à 10 ans gagnent 28 pb en mai tandis que les écarts résistent après un bond mi-juin.
- Cette affaire désormais réglée pour l'essentiel, les marchés cherchent à savoir si la Fed pourrait envisager d'autres hausses de taux, compte tenu des pressions inflationnistes persistantes.

### Zone euro

- Taux d'intérêt et écarts ont progressé en mai, de 8 et 5 pb respectivement, portés par des marchés primaires animés.
- Tout porte à croire que les pressions inflationnistes se normalisent davantage, parallèlement à une baisse importante des prix à la production. Cela pourrait rassurer la BCE quant au fait qu'elle approche de son taux d'intérêt final.

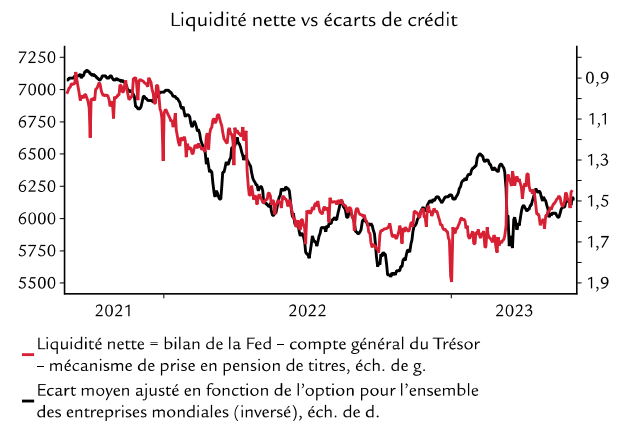
### Royaume-Uni

- Le Royaume-Uni se débat toujours avec l'accès d'inflation, dont les composantes sous-jacentes ont surpris par leur accélération, entraînant une nette hausse des taux. Ceux-ci ont bondi de 38 pb en mai, approchant des niveaux inédits depuis la vente massive d'octobre 2022.
- Ces nouvelles pressions inflationnistes poussent les investisseurs à revoir leurs attentes et à prévoir quatre hausses supplémentaires de la part de la Banque d'Angleterre en 2023.

### Suisse

- En mai, les taux suisses ont dévié de la tendance, cédant 8 pb, la pression inflationniste semblant se dissiper plus vite que l'attendaient les investisseurs.
- Simultanément, la décélération de l'économie se poursuit, le PMI manufacturier chutant à 45,3 points. Considérant l'inflation plus faible qu'attendu, la BNS pourrait ne pas avoir à relever ses taux de manière trop offensive, ouvrant la porte à un taux final plus bas que prévu initialement.

### Hausse de la liquidité nette ces derniers mois



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

« Les marchés ne sont pas l'économie » est un mantra souvent cité, et il est d'autant plus vrai en période d'assouplissement quantitatif. Si les banques centrales ont durci la politique monétaire en relevant les taux et en réduisant leur bilan, le chemin vers des conditions financières plus strictes a été cahoteux. La Banque du Japon a maintenu son plan de contrôle de la courbe des taux et la Banque populaire de Chine a injecté des liquidités en réponse aux confinements dus au covid. La Fed et la BNS ont étendu les prêts d'urgence aux banques, contrant les effets du resserrement quantitatif. Sans (trop de) surprise, les marchés ont largement ignoré les hausses de taux et la dégradation des indicateurs économiques, alimentant un redressement du risque qui a causé un resserrement constant des écarts. Mais les banques centrales n'ont pas été les seules pourvoyeuses de liquidités. Le débat sur le plafond de la dette a involontairement déclenché un assouplissement quantitatif furtif, le Trésor américain étant dans l'incapacité d'émettre de nouvelles dettes dans les proportions requises. Avec la probable suspension du plafond, le processus devrait s'inverser. En 2011 déjà, année du dernier débat, forte dépréciation des actifs risqués et baisse des taux d'intérêt avaient suivi la résolution. L'issue pourrait être identique. Ainsi, à l'approche de l'été, nous maintenons notre position courte sur le risque et longue en duration.

## Actions

Les grandes technologiques portent la performance

### Etats-Unis

- Le marché américain des actions a gagné 0,6% en mai, sa performance depuis janvier est de +9,6%.
- Comme au T4 2022, la saison des résultats a livré de bonnes surprises. Certes, les bénéfices reculent de 3% vs le T1 2022, mais la performance est de 7% supérieure aux attentes. En hausse de 4%, les ventes sont supérieures de 3% aux attentes.
- La valorisation américaine est neutre, alors que celle du reste du monde est légèrement inférieure à la moyenne historique. Le déséquilibre de performance cette année (voir texte) est une source d'inquiétude.

### Zone euro

- Le marché perd 2,5% en mai, et signe +9,3% depuis début 2023.
- La saison des résultats a été remarquablement bonne, les bénéfices progressant de 5%, soit 11% de plus que les prévisions. Les ventes ont augmenté de 4%, conformément aux attentes.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

### Royaume-Uni

- Mauvais mois de mai pour le marché britannique, cédant 5,2%. Depuis janvier, il cède 0,1%.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Et ce, pour de bonnes raisons, le Royaume-Uni connaissant une grande incertitude économique.

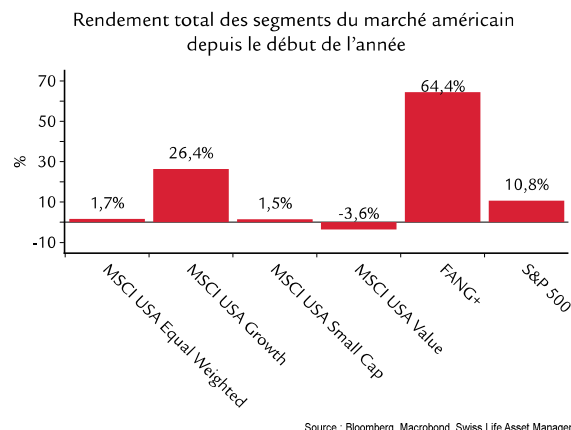
### Suisse

- Le marché suisse a cédé 2,0% en mai, et signe 6,9% depuis janvier.
- Après un début d'année timide, la branche pharmaceutique a fait son retour et porté le rattrapage.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Nouveau mois médiocre en mai, avec une performance de -1,7% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (1,1%), en retard sur les autres marchés des actions.
- Les données économiques chinoises ont déçu.

### Actions américaines : évolution des marchés et conséquences



En 2023, la performance du marché américain est une fois de plus portée par les grandes capitalisations technologiques. L'indice FANG+, qui reproduit la performance de Meta (Facebook), Amazon, Netflix et Alphabet (Google), Apple et bien d'autres, gagne 64% depuis janvier. Ainsi, les grandes capitalisations ont nettement surperformé les petites (d'environ 9%). Le facteur Croissance surpasse la Valeur (d'environ 30%), et le Nasdaq fait mieux que le S&P 500. L'indice des actions américaines à pondération égale a sous-performé l'indice pondéré par capitalisation d'environ 9%, et il est stable sur l'année. De nombreuses évolutions de 2022 ont ainsi été inversées. Une des causes réside dans la baisse des taux longs ces derniers mois : le rendement des T-Bonds est passé de 4,2% fin 2022 à environ 3,7% aujourd'hui. Les valeurs technologiques sont considérées comme des actions à durée longue, car une large part des bénéfices est attendue dans un futur lointain. Les actions de l'indice FANG+ ont pesé près de 80% de la performance totale du marché américain des actions en 2023. Les 490 autres titres de l'indice ont donc contribué à un peu plus de 20% seulement et ont évolué latéralement. La contribution de Apple, Microsoft et Nvidia est de 50%. C'est une situation inquiétante. La concentration du marché américain, mesurée par le poids des cinq principaux titres, bat un record (25%). Les précédents records dataient de 1999 et 2007, soit juste avant des krachs. Nous n'attendons pas un pareil cas de figure, mais dans notre scénario de légère récession, la correction des marchés est proche. Les valorisations des titres FANG+ sont très élevées, et ne devraient pas beaucoup progresser.



## Devises

### Vigueur retrouvée pour l'USD

#### Etats-Unis

- Après la faiblesse générale du billet vert depuis janvier, l'indice USD pondéré des échanges a repris une partie des pertes depuis mi-mai. En mai, l'USD s'est apprécié face à toutes les grandes devises, surtout face à la SEK (+5,4%) et à la NOK (+3,9%).
- Cette vigueur devrait se poursuivre le mois prochain, le carry de l'USD aidant à nouveau et le débat sur le plafond de la dette étant quasiment réglé.

#### Zone euro

- L'EUR se consolide depuis son récent sommet début mai et cède 3% à l'USD.
- Il devrait rester sous pression lors du mois à venir, car la dynamique économique dans la zone euro faiblit et le risque de stagflation y est relativement supérieur à celui aux Etats-Unis.

#### Royaume-Uni

- La GBP cède du terrain à l'USD en mai, mais gagne 2% face à l'EUR.
- Sur un mois, nous sommes négatifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR. L'économie britannique résiste mieux que prévu, mais l'inflation reste très tenace. Un facteur qui augmente le risque d'un scénario de stagflation outre-Manche et qui devrait mettre la Banque d'Angleterre sous pression à relever les taux davantage que prévu.

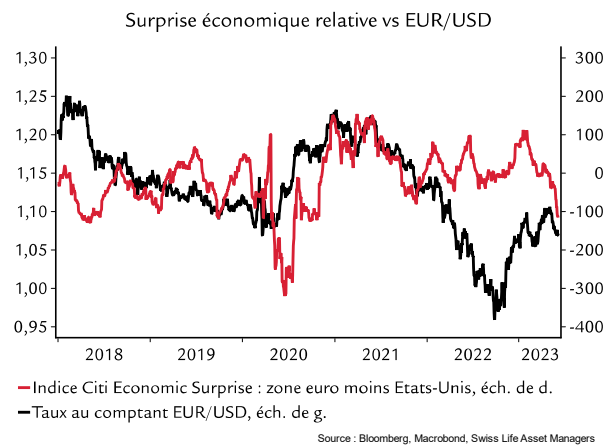
#### Suisse

- La vigueur du CHF face à l'EUR s'est maintenue en mai, alors que la paire USD/CHF repart à la hausse, après que le CHF a cédé 1,8% à l'USD en mai.
- La paire EUR/CHF devrait évoluer latéralement en juin : au vu de l'inflation en Suisse, la BNS a moins besoin de relever ses taux.

#### Japon

- La paire USD/JPY a connu un net mouvement de hausse en mai, le JPY cédant 2,2% à l'USD.
- Elle devrait progresser en juin, car la Banque du Japon devrait rester accommodante.

### Le revirement de l'élan économique favorise l'USD



Après des mois de faiblesse depuis janvier, l'USD reprend des couleurs, une tendance très visible face à l'EUR notamment. Tandis que l'EUR a profité d'une réévaluation offensive de la BCE et d'une situation énergétique meilleure qu'attendu en début d'année, le schéma s'inverse. Le vent économique tourne en Europe, et les données américaines surperforment. La publication des données finales de croissance du PIB allemand au 1<sup>er</sup> trimestre montre que le pays a bien connu une récession technique. Même si ce point de données est sans doute rétrospectif, les récents indicateurs du moral comme le PMI en Allemagne et en zone euro ont déçu et traduisent une perspective plutôt pessimiste. Le marché espérait que la reprise chinoise viendrait soutenir l'Europe, mais les dernières données venues de Chine indiquent que le rebond s'essouffle déjà. Pékin étant un partenaire commercial majeur de Berlin, cette évolution ne devrait pas profiter à l'industrie exportatrice allemande. De plus, les attentes concernant la BCE semblent désormais bien évaluées. Aux Etats-Unis, l'inflation baisse plus vite que dans la zone euro, où la composante sous-jacente semble toujours très tenace. Ainsi, les taux réels américains devraient augmenter, renforçant l'attractivité du carry de l'USD, ce à quoi même une pause de la Fed ne changerait rien. Du point de vue technique, le positionnement long de l'EUR semble exagéré et risque de s'inverser. Avec la question du plafond de la dette quasi résolue, c'est un autre risque qui est écarté pour l'heure. Cela devrait faire baisser la volatilité et laisser le marché se concentrer sur les fondamentaux le mois prochain. Nous avons donc modifié notre perspective à un mois pour la paire EUR/USD d'un niveau supérieur à inférieur.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.

Juin 2023 – Third-Party Asset Management

## Allocation d'actifs

Intelligence artificielle vs réalité économique

### Résumé

- Un mois de mai négatif pour la plupart des classes d'actifs et marchés.
- Perspective de ralentissement de la croissance et modération d'une inflation toujours élevée semblent avoir douché l'enthousiasme des marchés. Même la question du plafond de la dette américaine quasi réglée et l'engouement autour de l'intelligence artificielle n'y ont rien fait.
- La correction des marchés des actions et du crédit en mai a été trop timide pour changer notre opinion : les obligations d'Etat restent plus attractives que les obligations d'entreprise et que les actions.

### Taux d'intérêt et obligations

- Légère hausse des rendements des obligations d'Etat à 10 ans en mai, puis baisse rapide en fin de mois. La performance obligataire est donc neutre ou légèrement négative. Exception notable, les obligations de la Confédération : le profil quasi normal de leur courbe a suscité une vive demande des investisseurs, tirant les rendements vers le bas.
- Plutôt volatiles, les écarts de crédit terminent en légère hausse en mai. Leur niveau actuel ne protège que peu des mauvaises nouvelles économiques.
- Nous privilégions toujours les obligations gouvernementales à durée longue à celles des entreprises.

### Actions

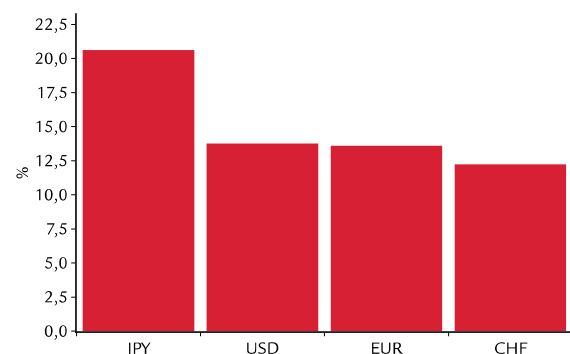
- Correction sur la plupart des marchés des actions en mai, hormis aux Etats-Unis et au Japon. Forte dépréciation du yen et baisse des taux d'intérêt réels ont porté le second, la banque centrale maintenant ses taux bas malgré la hausse de l'inflation.
- La croyance dans l'effet dopant de l'intelligence artificielle pour les bénéfices des grandes entreprises a porté le marché américain. Cette vision exagérée l'a renchéri un peu plus, lui qui est déjà cher.
- La correction en mai est insuffisante pour que nous revoyions notre position, les derniers événements dans le pays alimentant notre inquiétude.

### Le change compte pour les actions !

Dans une précédente édition, nous évoquions brièvement la gestion du risque de change dans un portefeuille. Nous concluons notamment que les variations de change avaient aussi une grande incidence sur les placements en actions.

L'évolution du marché japonais jusqu'ici en 2023 l'illustre parfaitement ; le rendement du NIKKEI 225 pour un investisseur en yens a été bien supérieur à ceux dans d'autres devises majeures, comme l'indique ce graphique.

Rendement du NIKKEI 225 depuis le début de l'année dans différentes devises



Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

En l'espèce, la devise a eu des effets directs et indirects, la dépréciation d'une monnaie pouvant doper les bénéfices pour un pays tourné vers l'export comme le Japon. Mais le risque de change vaut aussi pour les marchés plus tournés vers l'intérieur, comme aux Etats-Unis. Par exemple : le rendement cumulé du S&P 500 en francs suisses ces cinq dernières années est inférieur de 12% à celui en USD (56,5% vs 68,5%, du 31 mai 2018 au 31 mai 2023).

Conclusion : il faut surveiller de près et gérer le risque de change pour les investissements en actions, et pas seulement dans les portefeuilles obligataires. Le caractère parfois peu intéressant à l'échelle économique de couverture de change ne devrait pas nous faire oublier d'envisager systématiquement l'aspect de change d'un placement en actions.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.