

Mai 2023

A retenir

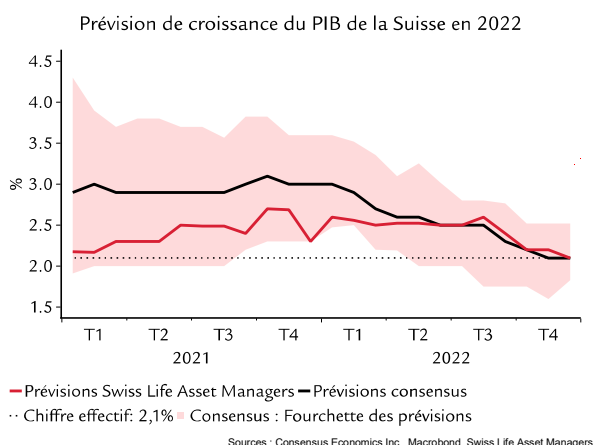
- Etats-Unis : le ralentissement conjoncturel prévu ne se traduit pas encore dans les chiffres
- Zone euro : le tertiaire poursuit son essor, tandis que l'industrie faiblit
- Chine : les chiffres officiels du PIB au 1^{er} trimestre confirment la reprise prévue, portée par la consommation

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 avril 2023

Graphique du mois



Consensus Economics, leader mondial des enquêtes de prévisions macroéconomiques, récompense chaque année la prévision conjoncturelle la plus précise. Avec ses prévisions 2022 pour la Suisse, l'équipe Economic Research de Swiss Life Asset Managers occupe la plus haute marche du podium du « Forecast Accuracy Award » pour la cinquième fois ces dernières années. Au vu des nombreux défis qu'a recelés l'année 2022, il s'avère que nos processus d'estimation de croissance du PIB en Suisse fonctionnent bien. Le graphique présente l'évolution historique des prévisions de croissance du PIB en Suisse entre janvier 2021 et décembre 2022.

Etats-Unis Une euphorie déplacée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,1%
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%

La situation s'est visiblement apaisée depuis les remous dans le secteur bancaire américain en mars. Les marchés financiers ont commencé à rebondir et les données font état d'une constitution solide de l'économie américaine. Gare à l'excès d'optimisme toutefois. Les sorties de capitaux hors du système bancaire américain se sont poursuivies ces dernières semaines, car les intérêts sur les placements alternatifs comme les fonds du marché monétaire restent bien plus attractifs. Grâce aux mesures des autorités, notamment le nouveau plan d'injection de liquidités de la Fed, toute crise bancaire systémique est écartée selon nous. Toutefois, une enquête auprès des PME révèle que la disponibilité des crédits se réduit encore, notamment en raison des déboires des banques régionales. Même sur le marché du travail, très solide jusqu'ici, tous les signes ne sont pas au vert. Les demandes initiales d'indemnisation chômage sont en hausse constante depuis l'automne 2022. De plus, les postes temporaires reculent par rapport à l'année précédente. Certes, il s'agit d'un secteur modeste, mais qui devance la conjoncture. Lors des récessions de 2001 et de 2008/2009, c'était un indicateur avancé du revirement de tendance sur le marché du travail.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,3%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

En mars, les chiffres de l'inflation correspondent *in globo* à nos prévisions. Des effets de base et le repli des prix de l'énergie ont nettement fait baisser l'inflation globale, de 6,0% à 5,0%. Dans l'inflation sous-jacente (5,6% en mars), la baisse de celle des coûts du logement se distingue, reflétant enfin le ralentissement du marché immobilier américain. Ailleurs, toutefois, l'inflation des services demeure tenace. Par conséquent, les derniers chiffres ne permettent pas à la Fed de lever l'alerte.

Zone euro Gare au fossé !

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 0,9%	2024 : 1,0%

D'après les premiers chiffres du PMI d'avril, la zone euro a entamé le 2^e trimestre par une reprise, confirmant notre hypothèse d'une accélération temporaire de la croissance avant un ralentissement au 2^e semestre. Cette hausse du PMI a été exclusivement portée par le secteur tertiaire, qui affiche la valeur la plus élevée depuis mai 2022. Le PMI de l'industrie a en revanche reculé bien en deçà du seuil de croissance des 50 points. L'écart entre les deux secteurs atteint ainsi des niveaux historiques, et le fossé est particulièrement grand concernant les commandes reçues. L'industrie enregistre un fort repli, après un ralentissement depuis octobre 2022, là où la tendance positive se poursuit depuis novembre 2022 dans le tertiaire. L'écart se creuse également au niveau de l'indice de l'emploi : certes, l'industrie est juste au-dessus du seuil de croissance, mais un nouveau ralentissement s'est produit en avril. A l'inverse, les prestataires de services signent la plus forte croissance des embauches depuis l'été 2007. Outre le déplacement de la consommation des biens vers les services, la plus grande sensibilité de l'industrie à la hausse des taux explique également cet écart historique.

Inflation

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

Nouveauté en mars : les prix de l'énergie sont le principal facteur de baisse de l'inflation globale, qui passe de 8,5% à 6,9%. La variation mensuelle des prix de l'énergie est négative en Italie et en Espagne, mais positive en Allemagne et en France. Les effets de base négatifs vont s'amplifier lors des prochains mois. Pour la BCE, l'évolution de l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, garde toutefois plus d'importance. La contribution des services et des biens est restée élevée en mars, et celle des services devrait encore augmenter.

Allemagne

Séquelles dans la construction

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,3%	2023 : 0,1%
2024 : 0,8%	2024 : 1,2%

La production industrielle de février a de nouveau livré une bonne surprise, confirmant le rebond de la croissance en début d'année. D'après le PMI, la dynamique va rester positive au 2^e trimestre, mais portée par le secteur tertiaire, alors que le climat dans l'industrie se dégrade. Nous sommes d'avis que la hausse des taux va laisser davantage de traces à partir du 3^e trimestre. Le secteur de la construction est particulièrement touché. La dernière enquête ifo confirme que, parmi les principaux secteurs, il est celui où règne le plus fort pessimisme concernant l'activité. De plus, la situation actuelle est considérée à un niveau à peine supérieur à neutre. Parmi les sous-secteurs, la construction résidentielle ferme la marche, et le génie civil la mène. Les constructeurs indiquent comme principaux obstacles la pénurie de main-d'œuvre et le déficit de demande, mais citent aussi de plus en plus le financement comme facteur de production limitant. Cette ambiance morose se traduit dans la baisse du nombre de permis de construire ; l'activité devrait donc être faible ces prochains mois. A moyen terme, et notamment dans le secteur résidentiel, cela devrait renforcer la rareté de l'offre et donc limiter l'ampleur de corrections des prix.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,2%	2023 : 6,1%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

L'inflation annuelle des prix à la consommation baisse en mars (de 8,7% à 7,4%), portée par des effets de base de l'énergie. La variation mensuelle stagne à 0,8%. Le repli de l'inflation des prix à la production (de 15,8% à 7,5%) est également principalement dû aux prix de l'énergie. A l'inverse, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation augmente encore, à 5,8%, portée par des hausses de prix toujours fortes dans le tertiaire. Nous estimons que les pics ne sont pas encore atteints ici.

France

La grande fracture

Croissance du PIB

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

Le spectre d'une économie à deux vitesses se matérialise un peu plus en ce début de 2^e trimestre 2023. D'après les enquêtes auprès des directeurs d'achat du secteur tertiaire, cette composante de l'économie française accélère encore en avril, alors que les chiffres du secteur manufacturier reculent pour la troisième fois de rang, signe d'une dynamique plus faible. En comparant les deux PMI, le tertiaire affiche 10,8 points de plus que le secondaire, un écart inédit depuis mai 1998 et le début de la collecte de ces données. Il y a fort à parier que rien ne changera rapidement sur ce plan ces prochains mois. Au sein du tertiaire, le tourisme profite largement du retour des visiteurs étrangers, alors que le secteur manufacturier reste entravé par des coûts de financement élevés et des prix de l'énergie qui le sont toujours. L'ampleur de l'effet des récentes manifestations contre la réforme des retraites sur les enquêtes auprès des ménages et des entreprises reste inconnue. A noter qu'un indicateur de l'INSEE qui vise à identifier les points de bascule conjoncturels affiche sa valeur la plus faible depuis mai 2020. D'après l'INSEE, cela est assimilable au « climat conjoncturel défavorable » actuel. Notre prévision en tient compte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,9%	2023 : 5,3%
2024 : 2,2%	2024 : 2,7%

Certes, le taux d'inflation en France reste inférieur à celui des deux autres poids lourds de la zone euro, l'Allemagne et l'Italie. Mais l'inflation recule moins vite qu'ailleurs dans l'UEM. Parmi les facteurs figure la hausse des taxes sur le tabac, mais surtout la montée continue des prix alimentaires. De plus, les grèves des dernières semaines ont induit une nouvelle hausse des prix à la pompe. Des hausses d'honoraires dans le secteur de la santé vont éroder un peu plus le pouvoir d'achat.

Italie

Net repli des prix de l'énergie

Le repli rapide de l'inflation est l'évolution principale en Italie actuellement. L'inflation globale est passée de 11,8% en novembre 2022 à 7,6% en mars 2023, en parallèle des prix de l'énergie, qui ont baissé de 18% sur la période. Comme ailleurs en Europe, l'inflation sous-jacente reste tenace, mais le tempo diminue nettement aussi côté services et prix des biens (hors énergie et alimentation). Reste à voir si le mois de mars était une valeur aberrante, car les indicateurs avancés de la consommation restent bons, du moins à court terme, ce qui pourrait soutenir l'inflation. La croissance des salaires nominaux se poursuit et réduit l'écart avec l'inflation, favorisant la normalisation du moral des ménages en mars. De plus, les prestataires de services font état de nombreuses affaires nouvelles en mars, au plus haut depuis novembre 2021. Toutefois, nous prévoyons que le manque de stimulus budgétaire et le durcissement de la politique monétaire affecteront de plus en plus la croissance économique vers la fin 2023 et au plus tard en 2024.

Espagne

Le moral au beau fixe

Récemment, les indices des directeurs d'achat (PMI) ont indiqué un net rebond du moral des entreprises en Espagne, largement meilleur que dans l'ensemble de la zone euro. Alors que le PMI de l'industrie dans l'UEM est nettement inférieur au seuil de croissance de 50 points, il est de 51,3 en Espagne au mois de mars. Celui du secteur espagnol des services, à 59,4 points, est le plus élevé de toute la zone euro. D'après les enquêtes, le volume important d'affaires nouvelles en est le principal facteur, et le volet relatif à l'emploi indique toujours une forte hausse des embauches. Si nous disposons déjà des premières données des PMI pour l'ensemble de la zone euro en avril, les chiffres espagnols n'ont pas encore été publiés. Le communiqué de presse officiel laisse penser que la nouvelle hausse du PMI global dans l'UEM a été portée par des pays qui ne sont ni l'Allemagne ni la France. Cela augure de bonnes perspectives pour l'économie espagnole.

Suisse

La pression sur les prix reflue

Croissance du PIB

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

Les données conjoncturelles existantes n'indiquent toujours pas de direction. Les stimuli à la croissance font défaut, même si les tensions dans la chaîne d'approvisionnement dans l'industrie se sont largement résorbées. En Suisse également, il existe un décalage entre les indices des directeurs d'achat du secondaire et du tertiaire. Les prestataires de services sont moins exposés que le secteur de la construction ou une grande partie de l'économie d'exportation aux vents contraires de la hausse des coûts de financement et du ralentissement de la demande sur les marchés mondiaux. Toutefois, les précédents stimuli pour les prestataires reculent progressivement : le tourisme national a marqué les années 2020 à 2022, en assurant un nombre élevé de nuitées de clientèle locale dans les hôtels suisses, même au-delà de la période des mesures les plus strictes pour endiguer la pandémie. La clientèle suisse au fort pouvoir d'achat a également porté les ventes au détail, mais ce vent favorable des dernières années s'efface. Le trafic au départ de l'aéroport de Zurich a retrouvé en avril des valeurs qui étaient normales avant la pandémie. Le bilan touristique 2023 devrait donc être moins brillant que les années précédentes.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,3%	2023 : 2,6%
2024 : 1,5%	2024 : 1,5%

La pression inflationniste reflue au niveau des producteurs. Si l'indice des prix à la production et à l'importation progresse de 6,9% en juin 2022 par rapport à l'année précédente, la hausse sur un an n'est plus que de 2,1% en mars 2023. La baisse des coûts de l'énergie et du transport, ainsi que l'appréciation du franc face au billet vert, ont alimenté la détente. Un mouvement qui ne sera pas visible aussi rapidement dans les prix à la consommation : la hausse des loyers au 4^e trimestre 2023 et en 2024.

Royaume-Uni

Pression persistante des prix

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,1%	2023 : -0,2%
2024 : 0,6%	2024 : 0,8%

La croissance mensuelle du PIB est nulle en février par rapport à janvier, décevant légèrement les prévisions du consensus, mais dépassant les nôtres. La production de services et son pendant industriel ont signé un léger repli en comparaison mensuelle. Les effets des débrayages se traduisent désormais dans les chiffres, avec un secteur public fortement touché par la grève des enseignants notamment. Le reste du secteur tertiaire enregistre en revanche à nouveau une forte croissance. *In globo*, la consommation des ménages reste plus solide que les attentes au vu de l'inflation tenace. De plus, une inversion de l'effet des grèves devrait se produire en mars. Au vu de la croissance plus forte lors des deux premiers mois, nous n'attendons pas de repli pour le 1^{er} trimestre et relevons donc légèrement notre prévision de croissance du PIB pour 2023, à -0,1%. Nous avons différé les trimestres de croissance négative aux second et troisième trimestres 2023. Les PMI signent une nette hausse en avril également, mais nous continuons de tabler sur un effet différé du durcissement de la politique monétaire sur l'activité économique et sur un ralentissement des facteurs portant la consommation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,9%	2023 : 6,4%
2024 : 2,7%	2024 : 2,8%

L'inflation a baissé moins que prévu en mars et reste supérieure à 10%. L'inflation sous-jacente en particulier s'avère tenace, et celle des prix des denrées alimentaires n'est pas en reste, avec une nouvelle hausse en mars, à un niveau inédit depuis 45 ans. Certes, l'inflation devrait baisser en 2023 en raison d'effets de base dans l'énergie, mais la croissance des salaires élevée du fait de la tension sur le marché du travail assombrit un peu plus le tableau.

Chine

La consommation porte la reprise

Croissance du PIB

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

La publication des chiffres officiels du PIB au 1^{er} trimestre confirme le rebond de l'économie chinoise, déjà esquissé par les indicateurs avancés. La hausse est de 4,5% par rapport à l'an dernier, supérieure à notre prévision. Cette reprise est avant tout portée par la hausse de la consommation, en particulier dans les secteurs durement touchés par les confinements stricts comme la vente au détail de denrées alimentaires, de bijoux, de prêt-à-porter, ainsi que dans la restauration. Malgré ce rebond, la croissance des ventes au détail reste inférieure au niveau pré-covid. Le marché immobilier aussi poursuit son redressement, et devrait soutenir la reprise économique en 2023. En revanche, le secteur industriel reste à la traîne. Nous avons nettement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2023, à 5,8%, en raison du fort rebond au 1^{er} trimestre. La consommation devrait rester un facteur important au 2^e trimestre. L'objectif de croissance de 5% en 2023 fixé par le gouvernement signifie que Pékin n'a pas l'intention de lancer un vaste programme de relance. De plus, la demande mondiale morose représente un obstacle pour la croissance économique chinoise.

Inflation

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

Le taux d'inflation en Chine est étonnamment bas en mars, à 0,7% en comparaison annuelle. Ce nouveau repli est dû aux biens de consommation, dont les prix ont augmenté bien plus lentement que lors du mois précédent. Toutefois, l'inflation sous-jacente augmente légèrement. Parmi les pays émergents, la Chine affiche toujours le plus faible taux d'inflation.

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 Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Mai 2023

Taux d'intérêt et obligations

Rythme de croisière

Etats-Unis

- Après un mois de mars agité, avril a été stable et la volatilité de taux modérée. Faible amplitude d'évolution du rendement du T-Bond à 10 ans (-12 pb), alors que les écarts de crédit sont restés globalement inchangés (toutes les données au 25 avril).
- Bien que l'économie américaine affiche des faiblesses dans le secteur manufacturier, celui des services résiste. L'inflation reste largement supérieure à l'objectif de la Fed.

Zone euro

- Baisse de 12 pb pour les écarts de crédit en avril, suite à l'apaisement des inquiétudes quant à une possible crise bancaire. L'inflation attire à nouveau l'attention, entraînant une hausse de 10 pb des Bunds à 10 ans.
- L'inflation globale dans l'UEM a certes baissé, mais la sous-jacente reste orientée à la hausse, mettant la BCE sous pression pour relever davantage ses taux directeurs.

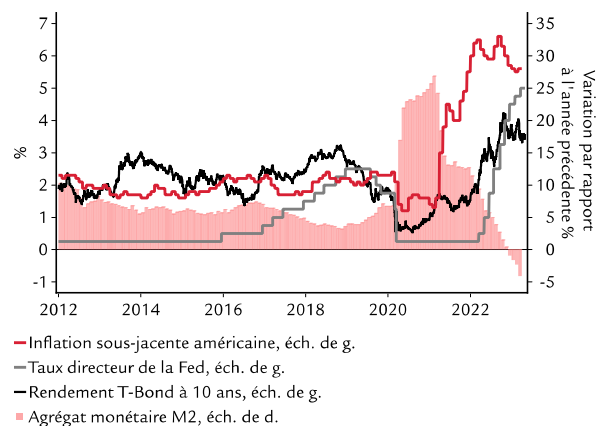
Royaume-Uni

- La pression persistante sur les prix a maintenu l'inflation globale britannique supérieure à 10% pour le septième mois de suite. Les gilts en sentent la pression, et leurs rendements signent +20 pb.
- Malgré l'inflation, les investisseurs semblent penser que la Banque d'Angleterre ne pourra pas relever significativement ses taux directeurs et s'attendent à deux hausses de 25 pb avant des baisses en 2024.

Suisse

- A rebours de la tendance européenne, les taux suisses reculent de 17 pb en avril, l'inflation signant une baisse surprise à 2,9% dans le dernier rapport de mars, contre 3,4% en février.
- Les effets de la fusion en urgence des deux plus grandes banques du pays, associés à des résultats d'enquêtes ternes, devraient empêcher la BNS de relever ses taux de manière trop agressive lors des prochaines réunions. Le marché anticipe deux autres hausses en 2023.

Conditions financières américaines : resserrement insuffisant



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Malgré un rapide cycle de hausse de taux et une baisse inédite du M2, le plus large indicateur de masse monétaire aux Etats-Unis, l'inflation n'a pas assez baissé. Même avec la désinflation dans certains segments manufacturiers et la baisse des prix des matières premières, les conditions monétaires actuelles ne semblent pas assez restrictives. Le marché du travail américain reste tendu et bien que les licenciements dans la *tech* fassent les gros titres, l'économie est globalement résistante. Ces facteurs induisent une croissance nominale élevée, alimentant actifs risqués et bénéfiques. Par conséquent, le moral des marchés financiers s'améliore. Les achats à bon compte continuent et les écarts de crédit se détendent après les sommets de mars (-40 pb en EUR, -30 pb en USD). Volatilité moindre des taux et émission favorable sur le marché primaire ont doté les investisseurs de liquidités suffisantes pour de nouvelles transactions et une plus grande prise de risque. Nous maintenons cependant une perspective prudente. Les effets du durcissement monétaire tardent souvent à se traduire dans l'économie réelle, et les banques centrales reconnaissent la nécessité d'une certaine récession pour juguler l'inflation. Nous conservons donc notre position défensive et une duration largement neutre, en raison également de l'incertitude quant au relèvement du plafond de la dette, susceptible de raviver la volatilité des taux à court terme.

Actions

Pari contre la réalité

Etats-Unis

- Le marché cède 1,0% en avril, mais signe +6,4% depuis janvier 2023 (toutes les données au 25 avril).
- L'évolution du marché est très spéciale en 2023 : les titres de croissance surperforment ceux de valeur de 15%, les grandes capitalisations surperforment à nouveau les petites, et les mastodontes de la *tech* gagnent 29%. Plus de 50% de la performance du marché provient de ces derniers.
- Les bénéfices sont attendus en baisse de 7% au T1 2023 et de 8% au T2 2023 par rapport à l'an dernier. La saison des bénéfices commence à peine, et les attentes sont déjà dépassées. La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

Zone euro

- Le marché gagne 1,5% en avril, et 13,9% depuis début 2023.
- Il surperforme le marché américain, une première depuis des années, grâce à sa valorisation plus intéressante et à des prix de l'énergie plus bas que prévu. La saison des résultats a bien démarré, avec des chiffres supérieurs de 4% aux attentes.

Royaume-Uni

- Le marché britannique signe la seconde meilleure performance d'avril, à 3,8%. Depuis janvier, il gagne 7,1%.
- Il jouit toujours de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie est faible et la part de titres cycliques comparativement élevée.

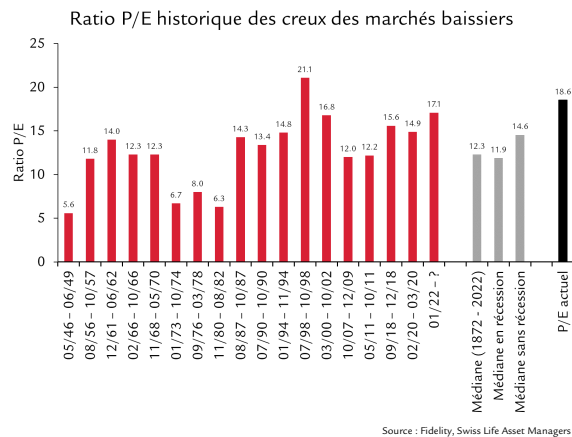
Suisse

- Le marché gagne 4,1% en avril, et signe 9,7% depuis le début d'année. Après un début d'année morose, la *pharma* signe son retour en avril.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Un mauvais mois d'avril (-2,4%), et un gain timide depuis janvier 2023 (1,5%).
- Malgré une nette amélioration des données économiques chinoises et une politique monétaire moins stricte, les marchés émergents ne surperforment pas encore.
- La valorisation des marchés émergents est intéressante, en termes relatifs et absolus.

Soit une récession, soit peu baisse des taux d'intérêt



La tendance toujours à la hausse des actions est remarquable. La probabilité de (légère) récession croît, sur fond de politique monétaire restrictive. Dans l'UEM et aux Etats-Unis, la croissance des grands agrégats monétaires est négative, et les signes d'une contraction de l'offre de crédit s'amplifient. La croissance des bénéfices est nulle ou négative, et les marges baissent. Tensions géopolitiques et bancaires, inquiétudes dans l'immobilier commercial américain et révisions à la baisse des bénéfices s'y ajoutent. Les marchés des actions misent sur le long terme et contre la réalité. Cinq facteurs expliquent cette vision optimiste : 1. espoir de fin du cycle de relèvement de la Fed, et de baisse dès le S2 2023 ; 2. évolution du marché des actions précédant les bénéfices et l'économie ; 3. valorisations faibles hors des Etats-Unis, mais bien supérieures à leur niveau lors des creux historiques (voir graphique) ; 4. morosité et révisions de bénéfices traduisant la prise en compte de nombreux facteurs négatifs ; 5. bénéfices et données économiques meilleurs que prévu.

Ces arguments sont valides, mais il y a une incohérence. Si la Fed baissait ses taux, ce serait très probablement du fait d'une récession. Mais alors, marges et bénéfices seraient soumis à une plus forte pression que prévu actuellement. Soit la conjoncture et les bénéfices restent solides, et la Fed ne devrait pas baisser les taux, soit c'est l'inverse. L'avis des marchés nous semble donc trop optimiste. A bénéfices égaux, il faudrait au marché américain une vive correction pour que son ratio P/E soit cohérent avec les creux de marchés baissiers historiques. Nous restons prudents, jugeons une légère récession inévitable et prévoyons une dégradation des conditions de marché. Une correction à court terme au moins est attendue.

Devises

Recul de la volatilité

Etats-Unis

- Après un mois de mars agité, l'USD cède encore 0,6% en avril (pondéré des échanges), mais reprend un peu de terrain aux devises liées aux matières premières (chiffres de cette colonne au 26 avril).
- Une évolution due aux données économiques américaines mitigées, augmentant la probabilité de récession perçue par le marché.
- Avec la récession que nous prévoyons et le début d'un cycle d'assouplissement côté Fed, l'USD pourrait être exposé à une nouvelle baisse ces prochains mois.

Zone euro

- En avril, l'EUR signe un nouveau sommet en un an face à l'USD et s'apprécie face à toutes les devises du G10, hormis le CHF.
- En 2023, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies devraient soutenir la monnaie unique.

Royaume-Uni

- La GBP cède du terrain à l'EUR en avril, mais s'apprécie face à l'USD.
- Sur un mois, nous sommes positifs sur la paire GBP/USD et neutres sur la paire GBP/EUR.

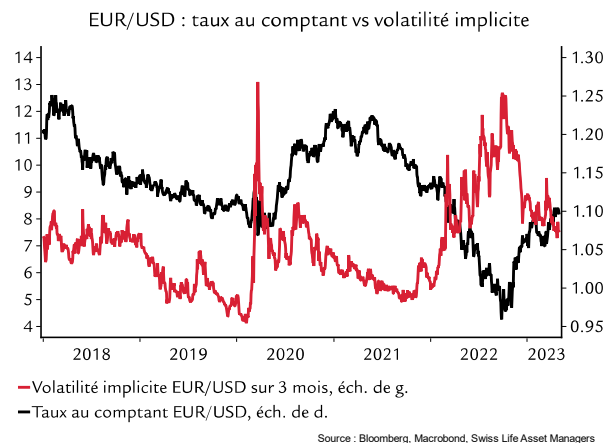
Suisse

- Le CHF continue de s'apprécier en avril, de 3% vs l'USD et d'environ 1% face à l'EUR.
- La paire EUR/CHF devrait stagner en mai, avec un risque de hausse ensuite, la BCE étant davantage sous pression que la BNS à relever les taux.

Japon

- Evolution latérale du JPY en avril face à l'USD, alors que la paire CHF/JPY retrouve un sommet inédit en 40 ans.
- Nous restons négatifs sur la paire USD/JPY : nous prévoyons une faiblesse générale de l'USD, mais aussi une accélération de la normalisation de la politique monétaire sous la férule du futur gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda.

Retour aux fondamentaux



Après un mois de mars agité, les niveaux de volatilité implicite en EUR/USD entament une baisse globale. Les déboires du secteur bancaire ont été relégués à l'arrière-plan. A priori, les mesures d'urgence prises par les banques centrales et l'exécutif ont réussi à calmer les marchés, pour l'instant.

Avec un environnement de marché moins agité, les moteurs fondamentaux peuvent revenir sur le devant de la scène. L'USD cède encore du terrain à l'EUR en avril, en raison d'un élan économique divergent. La prévision de la fin du cycle économique prend corps. Les données économiques américaines sont plus mitigées, alors que la dynamique économique en zone euro au 2^e trimestre se confirme. Si ce contexte perdure en l'absence de remous bancaires, l'USD devrait continuer de se déprécier face à l'EUR ces prochains mois. Une prévision par ailleurs étayée par des prévisions de politique monétaire divergentes, également renforcées par l'écart qui apparaît côté économie. La Fed devrait bientôt cesser son cycle de relèvement, alors que la BCE a encore un peu de marge, l'inflation dans l'UEM demeurant tenace. Le débat à venir sur le plafond de la dette américaine pourrait rajouter de la pression sur l'USD s'il n'est pas tranché rapidement. La perspective du billet vert s'en ressent.

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 Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Mai 2023 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Retour aux fondamentaux ?

Résumé

- Après la politique monétaire, les marchés se tournent vers le risque de croissance plus faible et son effet sur les bénéfices.
- Malgré des données étonnamment solides, indicateurs récents et annonces de bénéfices suggèrent un possible ralentissement de l'économie mondiale. Un risque jusqu'ici sous-estimé par les marchés d'obligations d'entreprise et d'actions.
- Ce retour aux fondamentaux devrait inciter les investisseurs à des attentes plus réalistes.

Taux d'intérêt et obligations

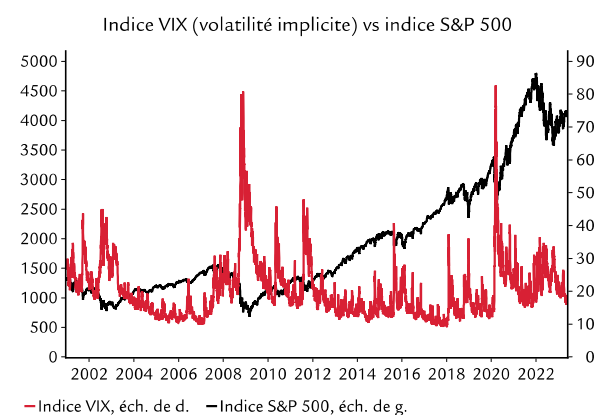
- Volatilité des rendements des obligations d'Etat en avril, en légère hausse sur le mois. Si la politique monétaire ne devrait pas changer à court terme, une légère baisse de ces rendements est bien possible, les économies ralentissant.
- Baisse des écarts en avril, les risques du secteur bancaire inquiétant moins les marchés. Si le niveau actuel dépasse la faible marque de février, il protège peu contre les mauvaises nouvelles.
- Nous préférons donc les emprunts d'Etat à ceux des entreprises et maintenons notre duration neutre, fidèles à notre stratégie de long terme.

Actions

- Ces 30 dernières années, avril est le mois signant le plus fort rendement moyen. En 2023, les résultats sont mitigés. Par exemple, le marché suisse surpasse la moyenne, tandis que l'américain livre un rendement négatif à la clôture de la rédaction.
- Avec la saison des résultats du 2^e trimestre en cours aux Etats-Unis, les investisseurs réalisent que les marchés ont anticipé un scénario économique trop optimiste. Par conséquent, les perspectives de bénéfices et les données de croissance économique sont au centre de l'attention.
- Les marchés des actions restent peu intéressants, car ils sont chers et face à des niveaux de taux toujours attrayants.

La volatilité, oiseau de mauvais augure ?

Les gérants d'actifs utilisent diverses données pour prendre le pouls du marché, et en particulier la volatilité implicite des marchés des actions (c.-à-d. pour fixer le prix des options). Une variable potentiellement intéressante, car les traders spécialisés fixent (en théorie) les prix selon le risque perçu : une valeur faible indique un risque correspondant, et vice-versa. Pour les gérants, c'est généralement signe d'un environnement peu risqué, ce qui est censé être positif, alors qu'une forte volatilité traduit une montée du risque. Mais est-ce utile ? Réponse ci-dessous.



Source : Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Indéniablement, la volatilité implicite augmente lors des corrections de marché. Mais on voit ici que le VIX (indice de la volatilité implicite) ne les anticipe pas, mais réagit plutôt concomitamment aux baisses de l'indice actions. Autrement dit, la volatilité implicite n'est pas un oracle très utile, car elle s'ajuste en même temps que le marché. Toutefois, de nombreux gérants l'utilisent comme un contre-indicateur. Une volatilité très faible peut augurer d'ennuis, car elle traduit possiblement des risques sous-estimés par les investisseurs. Même si le VIX n'est pas au plus bas actuellement, il est très faible au vu de l'incertitude ambiante. En clair, une mauvaise nouvelle pourrait trouver un écho bien plus important sur le marché qu'en temps normal.

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 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.