

Mars 2023

## A retenir

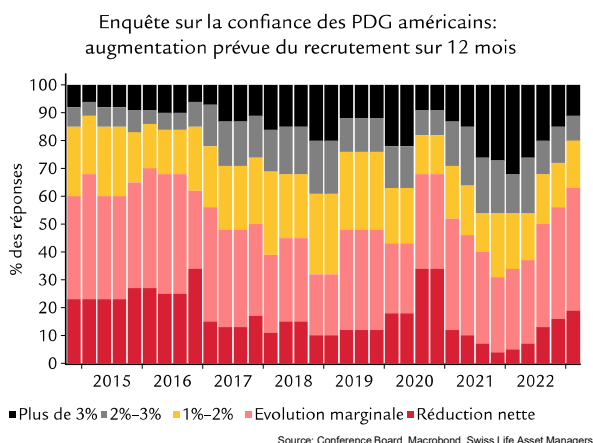
- Etats-Unis: un bon début d'année, mais une pression supplémentaire sur la Fed à relever les taux
- Zone euro: la pression inflationniste de l'énergie diminue, mais les effets de second tour s'amplifient
- Chine: l'économie poursuit son rebond, portée par l'essor du secteur tertiaire

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source: Consensus Economics Inc., Londres, 13 février 2023

## Graphique du mois



Le marché américain du travail est en plein essor, rendant une récession peu probable, mais les chiffres de l'emploi ou du chômage sont en décalage avec la conjoncture. En termes de prévision, les nombreux postes vacants n'indiquent pas encore un revirement de tendance marqué, bien que les chiffres officiels dressent un tableau moins sombre que les indicateurs alternatifs des offres d'emploi en ligne. Fait intéressant: la normalisation à moyen terme des prévisions d'embauche dans une enquête auprès des PDG. Et d'après l'enquête NFIB, les dirigeants de PME aussi sont à nouveau plus réservés. Une certaine détente sur le marché américain du travail s'esquisse donc.

## Etats-Unis

### Un début d'année réussi

#### Croissance du PIB

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

En janvier, l'économie américaine a donné des signes clairs de vigueur. Après une triste période de Noël, les consommateurs américains ont contre-attaqué en janvier et alimenté des chiffres d'affaires florissants dans le secteur des biens comme dans celui des services. Une activité traduite par une amélioration notable de l'enquête ISM parmi les prestataires de services, qui, le mois précédent, signalait encore un début de récession. Pour l'anecdote, la faiblesse de décembre et la vigueur de janvier ont été exacerbées par les conditions météo: sévère offensive hivernale pour le premier et températures élevées inhabituelles dans une grande partie du pays pour le second, profitant notamment aux restaurants. Des données d'enquête toujours solides en février montrent que janvier n'était pas qu'une parenthèse enchantée, et que la récession attendue de toutes parts n'est pas encore sur le perron de l'Amérique (voir également le graphique du mois). Mais ces solides données économiques et d'inflation devraient pousser la Fed à serrer un peu plus la vis, augmentant ainsi la probabilité d'une récession. Nous maintenons une légère récession américaine dans notre scénario de référence, mais avons décalé le début du ralentissement au 2<sup>e</sup> semestre 2023, avec le risque que le pays garde la tête hors de l'eau bien plus longtemps.

#### Inflation

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

Pour une fois, la publication du déflateur de la consommation («PCE»), mesure d'inflation favorite de la Fed, a volé la vedette à l'indice des prix à la consommation. Il est publié en différé, et donc moins considéré. Mais en janvier, l'inflation globale et sous-jacente des dépenses de consommation ont augmenté contrairement aux attentes, pour atteindre respectivement 5,4% et 4,7%. Elevée et persistante, l'inflation sous-jacente est loin de l'objectif de 2% de la Fed, relevant les attentes de nouvelles hausses des taux.

## Zone euro

### Pacte vert pour l'industrie

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,6%	2023: 0,4%
2024: 1,1%	2024: 1,2%

Après le nouvel abaissement de prévision de croissance du PIB allemand au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 et une production industrielle décevante en décembre, la prévision finale du PIB (publication après la clôture de la rédaction) en zone euro reste sous la menace d'un léger risque de baisse. Nous maintenons notre trajectoire de croissance prudente pour 2023, et ne voyons pas de stimulus majeur pour 2024. A la rigueur, des dépenses publiques plus élevées et des simplifications réglementaires de l'UE en réaction à la loi américaine sur la réduction de l'inflation («Inflation Reduction Act») constituent un risque de hausse. En raison des subventions aux investissements durables prévues et d'autres mesures protectionnistes outre-Atlantique, l'Europe voit sa compétitivité mise en péril. Début février, l'UE a dévoilé son plan industriel du pacte vert. Il repose sur quatre piliers: un environnement réglementaire prévisible et simplifié, un accès plus rapide au financement, le renforcement des compétences et l'ouverture des échanges commerciaux pour des chaînes d'approvisionnement résilientes. Cependant, aucun financement n'est actuellement prévu en plus des fonds alloués aux programmes NGEU et REPowerEU. Sans compter que la mise en œuvre précise demeure floue.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 5,5%
2024: 2,5%	2024: 2,4%

Les chiffres de l'inflation en janvier ont été largement influencés par des modifications techniques. Globalement, l'inflation sous-jacente surprend par sa hausse, et la nouvelle pondération dans l'indice des prix harmonisé relève la part des composants sous-jacents de notre trajectoire d'inflation. Toutefois, en raison de la décade de la crise énergétique, nous écartons l'hypothèse de nouvelle hausse du coût de l'énergie pour les ménages au 2<sup>e</sup> trimestre 2023. L'approvisionnement en gaz pour l'hiver 2023/2024 semble actuellement assuré, mais les risques demeurent élevés.

## Allemagne

### L'inflation garde la vedette

#### Croissance du PIB

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

Après une production industrielle et des ventes au détail décevantes en décembre, la croissance du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 a de nouveau été abaissée, de -0,2% à -0,4%. Le moral semble s'être quelque peu amélioré au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Le PMI des services poursuit son rebond et se situe désormais nettement au-dessus du seuil de croissance des 50 points, probablement en raison de la douceur de la météo. Selon l'enquête ifo, les attentes ont connu la plus forte embellie dans l'hôtellerie-restauration, où la valeur est positive pour la première fois depuis juin 2022. Ce secteur enregistre également la plus forte hausse des prévisions d'embauche. Dans le secondaire, le PMI était inférieur à 50 dernièrement, mais la poursuite de la normalisation des délais de livraison explique en grande partie cette mauvaise surprise. Malgré une légère hausse récemment, l'enquête ifo révèle que seulement cinq des vingt-quatre secteurs industriels sont dans le vert, et au plus haut dans l'industrie textile. Selon GfK, le climat de consommation s'est amélioré en février pour la cinquième fois de rang, mais reste historiquement morose. Nous prévoyons toujours une croissance négative au 1<sup>er</sup> trimestre, et donc une récession technique en Allemagne. Les trimestres suivants ne semblent pas receler de stimulus majeur, aussi le rebond sera-t-il timide.

#### Inflation

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

A 8,7%, le taux d'inflation de janvier est inférieur aux attentes, principalement en raison d'évolutions techniques (nouvelles pondérations et indexation sur l'année 2020). En 2022, l'inflation s'est inscrite à 6,9% au lieu des 7,9% attendus. L'inflation sous-jacente plus élevée que prévu, et une pondération de l'énergie plus faible qu'attendu relèvent les prévisions de renchérissement pour 2023. Nous ne prévoyons plus de nouvelle hausse des coûts de l'énergie au 2<sup>e</sup> trimestre.

## France

### Une inflation tenace

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,4%
2024 : 1,3%	2024 : 1,2%

Les indicateurs d'évolution conjoncturelle au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 évoluent toujours en ordre dispersé: le moral des entreprises du tertiaire s'améliore, tant selon le PMI que d'après l'enquête de l'INSEE. En revanche, le PMI de l'industrie manufacturière signale un nouveau repli des commandes à l'exportation. Nous maintenons notre prévision de PIB inchangée et constatons que le consensus s'approche de celle-ci pour 2023. Le ralentissement de la dynamique conjoncturelle, conséquence de la hausse du coût de la vie et du financement, se confirme. La dernière enquête trimestrielle de la BCE indique que les établissements de crédit en France ont nettement durci les conditions d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages. La normalisation de la politique monétaire se traduit ainsi désormais dans l'économie réelle. Une caractéristique clé de la faiblesse de la croissance attendue dans de nombreux pays développés demeure, selon nous, qu'elle ne se doublera pas d'une forte hausse du chômage. Dans le cas de la France, l'enquête de février auprès des directeurs d'achat le confirme: malgré une production en repli et une tendance à la baisse des commandes, les entreprises continuent d'embaucher.

#### Inflation

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

Comme prévu, le taux d'inflation a rebondi en début d'année. La répercussion des prix de l'électricité sur les ménages a notamment alimenté le calcul avancé de l'IPC de février. Cependant, cette seule circonstance n'explique pas la hausse de l'inflation annuelle à 6,2%, soit un retour à la valeur la plus élevée depuis l'introduction de l'euro. Entre autres, l'inflation des prix des denrées alimentaires reste également tenace.

## Italie

### Une crise sous contrôle

Comme le reste de l'Europe, l'Italie a bien maîtrisé la crise énergétique grâce à un hiver clément. A l'inverse d'autres pays très dépendants des importations de gaz, comme l'Allemagne, l'industrie et les ménages en Italie n'ont que peu réduit leur consommation (3% et 4% respectivement, en comparaison avec la moyenne 2019 - 2021). Un constat étonnant, car les prix du gaz et de l'électricité pour les ménages italiens ont bien davantage augmenté qu'en Allemagne, en France ou en Espagne. Le nouveau repli des prix de gros de ces énergies devrait alléger la pression pesant sur les budgets serrés des ménages. Le moral de ces derniers s'est nettement amélioré en février, notamment car ils peuvent mieux estimer leur future situation financière. Malgré le resserrement politique de la BCE, l'Italie affiche une combinaison d'une situation politique étonnamment stable, d'une amélioration progressive du marché du travail et d'un afflux de fonds du programme NGEU qui devrait la ramener sur le chemin d'une croissance modérée après le ralentissement hivernal.

## Espagne

### Les réformes portent leurs fruits

Historiquement, l'Espagne affiche un des taux de chômage les plus élevés d'Europe. Des facteurs structurels notamment, ainsi qu'une forte part de contrats à durée déterminée (CDD) par rapport à la moyenne européenne, peuvent l'expliquer. Ces dernières années, diverses réformes ont été lancées pour traiter le problème, la dernière ayant été introduite en 2022 et visant principalement la réglementation des CDD. Certes, il est trop tôt pour mesurer l'ensemble des effets de cette réforme. En revanche, il ressort déjà des données une nette réduction de la proportion des contrats très courts (moins de 7 jours) et un report indéniable vers des contrats à durée indéterminée. Cette évolution pourrait être un début d'explication de la grande solidité du marché du travail espagnol l'an dernier. Malgré une hausse minime du taux de chômage aux 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres 2022, le nombre de postes vacants demeure relativement élevé.

## Suisse

### Nouvelle hausse de l'inflation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,6%
2024: 1,5%	2024: 1,6%

Le PIB suisse a stagné au dernier trimestre 2022: c'est une vraie surprise. Les chiffres publiés le 27 février par le Secrétariat d'Etat à l'économie SECO témoignent notamment du poids du secteur de la construction sur la croissance. Après révision des chiffres pour les précédents trimestres, il en ressort pour l'année 2022 une croissance moyenne solide de 2,1% par rapport à 2021. Nous maintenons nos hypothèses fondamentales de faible risque de récession technique (deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB) et d'impact limité du refroidissement économique sur le marché du travail. Notre prévision de croissance du PIB pour 2023 reste légèrement supérieure à celle du consensus. En cours d'année, le taux de chômage devrait légèrement progresser, passant d'actuellement 1,9% à 2,1%. La situation économique actuelle est notamment caractérisée par une hausse de la volatilité des données à haute fréquence jusqu'ici pour 2023. Le secteur manufacturier en particulier, segments chimie et pharma mis à part car résistants à la conjoncture, reste marqué par le repli de la dynamique de l'économie mondiale. En revanche, le secteur tertiaire, fortement axé sur le marché intérieur, se développe d'après les directeurs d'achat interrogés.

#### Inflation

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

En janvier, le taux d'inflation a progressé comme nous le prévoyions, à 3,3%. En Suisse, de nombreux prix sont fixés selon des critères administratifs. Ainsi, la hausse des prix de l'électricité se traduit d'abord dans l'IPC. Ces deux prochaines années, cela sera également le cas des loyers résidentiels. Après la hausse attendue du taux hypothécaire de référence, les loyers existants vont augmenter à compter d'octobre 2023. Ces prochains mois, le taux d'inflation va donc faire les montagnes russes.

## Royaume-Uni

### Le moral remonte

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,5%	2023: -0,8%
2024: 0,6%	2024: 0,7%

En 2022, l'économie britannique a échappé de peu à une récession technique. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, la croissance du PIB a été nulle par rapport au précédent, après une contraction de 0,2% au 3<sup>e</sup> trimestre. La consommation des ménages a été légèrement positive lors du dernier trimestre, malgré la forte inflation grevant le pouvoir d'achat. Bien que le 4<sup>e</sup> trimestre ait été plus solide qu'attendu, le résultat annuel est faible, avec une croissance mensuelle en décembre nettement négative. Le secteur tertiaire s'est en particulier essoufflé en fin d'année. Depuis le début de l'année, en revanche, les indicateurs avancés notamment font état d'un léger mieux dans l'économie globale. Les PMI ont fortement progressé en février, surtout dans le secteur des services. Nous n'en prévoyons pas moins une récession en 2023, même si elle sera moins forte que nous le supposions. Les grèves dans tout le pays se sont poursuivies en janvier et février. L'inflation reste élevée, surtout pour les denrées alimentaires, malgré un repli en janvier, ce qui pèsera encore sur le pouvoir d'achat. Par ailleurs, le durcissement de la politique monétaire devrait limiter l'investissement, et la politique budgétaire 2023 sera moins favorable qu'en 2022.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,5%	2023: 6,7%
2024: 2,7%	2024: 2,9%

A 10,1% en janvier, l'inflation a été bien inférieure aux attentes. Le fort repli des prix des services en est notamment responsable, de même que l'actualisation des pondérations calculées, effectuée à chaque début d'année. Nous estimons que la problématique de l'inflation va persister au Royaume-Uni. La solidité du marché de l'emploi va maintenir la pression salariale à un niveau élevé.

## Chine

### Reprise anticipée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,9%	2023: 5,2%
2024: 5,2%	2024: 5,1%

La reprise économique chinoise accélère. Le Nouvel An lunaire n'a pas déclenché de réplique du covid et, d'après des indicateurs secondaires, la situation sanitaire se normalise. Entre-temps, les indicateurs quotidiens de mobilité, comme les recettes au guichet des cinémas, ont déjà dépassé le niveau pré-covid. Outre les indicateurs de mobilité et des services qui rebondissent après la levée des restrictions, le secteur immobilier affiche de premiers signes d'amélioration. Pour la première fois en seize mois, les prix des nouveaux biens n'ont pas baissé, mais se sont stabilisés en comparaison mensuelle. Cela pourrait s'expliquer par une attitude progressivement plus souple des autorités réglementaires vis-à-vis du secteur. Malgré de bonnes perspectives de croissance, diverses évolutions limitent cet essor. Les ventes de maisons restent en fort repli par rapport à l'année précédente, et les achats importants comme les voitures restent faibles. En parallèle, les exportations ne portent pas l'économie comme en 2022, car la croissance globale ralentit. Nous maintenons donc notre prévision de croissance de 4,9% pour 2023, inférieure à celle du consensus.

#### Inflation

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

La levée des restrictions sanitaires a donné des ailes à la demande en voyages et divertissements, ce qui se traduit dans les chiffres d'inflation de janvier. L'inflation sous-jacente a ainsi légèrement augmenté, à 1% contre 0,7% le mois précédent. La pression sur les prix restant modérée et la reprise économique ayant besoin de soutien, la banque centrale pourrait encore baisser les taux.

## 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 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.

Mars 2023

## Taux d'intérêt et obligations

La lutte contre l'inflation continue

### Etats-Unis

- Février a en quelque sorte contré le mouvement de janvier, les T-Bonds à 10 ans gagnant 40 pb et les écarts de crédit des entreprises se creusant de 7 pb.
- L'inflation et la croissance économique restant fortes, le marché se met à réévaluer la trajectoire de la Fed, aucune baisse n'étant désormais attendue en 2023.

### Zone euro

- Les rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans l'UEM sont aussi en hausse (plus de 30 pb). Nouveau pic cyclique pour les Bunds (2,65%) sans, étonnamment, que les écarts de crédit en souffrent ; ils se sont resserrés de 5 pb.
- Après avoir évité une crise énergétique, l'économie européenne a remis les gaz, les PMI revenant en territoire de croissance. La BCE se verra donc probablement contrainte de durcir sa politique monétaire pour maîtriser l'inflation.

### Royaume-Uni

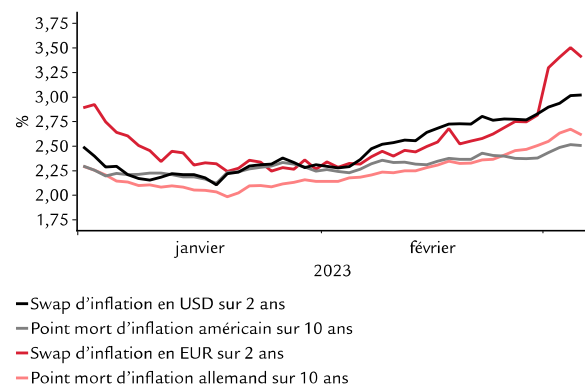
- En plus forte hausse encore, les rendements des gilts (+53 pb) approchent doucement les niveaux de septembre où la Banque d'Angleterre est intervenue. Mais le creusement actuel est bien moins désordonné.
- Regain inattendu des PMI et des ventes au détail, avec un secteur tertiaire particulièrement solide. La Banque d'Angleterre a donc un peu plus de pression à resserrer l'étai.

### Suisse

- Le rendement d'une obligation d'Etat à 10 ans signe +20 pb en février, les écarts sont plutôt neutres, le resserrement initial s'estompant en seconde quinzaine.
- Les données économiques suisses restent contrastées, alors que l'inflation a connu un regain plus vif que prévu par le consensus.

### Montée des attentes d'inflation

Mesures des prévisions d'inflation basées sur le marché



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

La vive hausse des rendements des obligations d'Etat a pesé sur la performance des investisseurs en revenu fixe, après un mois de janvier parmi les meilleurs des dernières années. Les obligations d'entreprises ont mieux résisté : les écarts en USD se creusent, et se resserrent légèrement en EUR, malgré l'anticipation d'une rhétorique bien plus offensive. Le taux final de la Fed est attendu à 5,6%, celui de la BCE, à 4,0% au moment de la rédaction. Si les conditions financières durcies pèsent sur le prix des actifs, l'amélioration de la situation macroéconomique ne semble pas les compenser pour l'heure. En Europe notamment, les investisseurs semblent à l'aise avec les rendements globaux, les bénéfices résistants, l'amélioration du moral et la crise énergétique dans le rétroviseur. Si nous estimons que le crédit investment grade est l'une des classes d'actifs les plus intéressantes dans ce contexte, une plus grande aversion au risque pourrait poser problème. Selon les dernières données, des conditions financières durcies et une croissance moins marquée sont requis pour que l'inflation revienne à l'objectif de 2% des banques centrales. Nous estimons que les actifs financiers n'en sortiront pas indemnes, et prévoyons toujours un creusement des écarts de crédit. Les rendements des obligations d'Etat sont proches de leur pic et devraient baisser, les conditions monétaires durcies pesant sur la perspective conjoncturelle.

## Actions

Coup d'arrêt pour la tendance haussière

### Etats-Unis

- Le marché américain des actions a perdu 2,4% en février, sa performance depuis janvier est de +4,0%. La hausse des rendements obligataires alimentée par les craintes d'inflation et des données économiques meilleures que prévu explique cette baisse.
- La saison des bénéfices s'est conclue sur une meilleure note qu'attendu, mais leur croissance est négative (précisions ci-contre).
- La valorisation du marché reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

### Zone euro

- Comme en janvier, le marché européen surperforme l'américain, signant +1,6% en février, et +11,4% depuis début 2023.
- Il profite d'une valorisation bien inférieure et d'un coup de pouce de court terme des prix de l'énergie plus bas que prévu.

### Royaume-Uni

- Le marché britannique signe la meilleure performance de février, à +1,9%. Depuis janvier, il gagne 6,1%.
- Il profite de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie est apathique, et l'inflation reste un souci majeur.

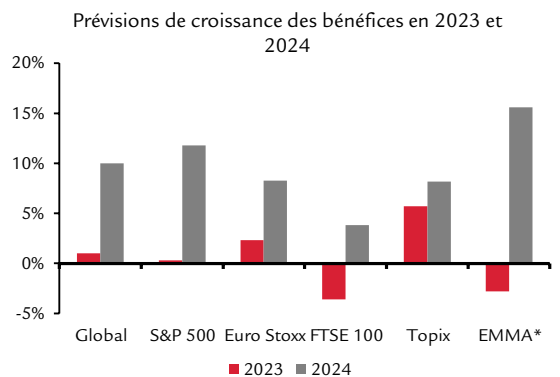
### Suisse

- Le marché suisse a cédé 1,5% en février, et signe +3,8% depuis le début d'année.
- Comme en janvier, les trois mastodontes de l'indice, Nestlé, Roche et Novartis, en portent la responsabilité. Leur performance a oscillé entre -3,9% et -4,8%.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Un mauvais mois de février, avec une performance de -6,5% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (+0,9%), une fois de plus derrière les autres marchés des actions.
- Le sous-indice européen a gagné 3,7% en février, les indices asiatique et latino-américain ont cédé respectivement 6,9% et 6,2%.
- L'appréciation du dollar et une inflation attendue en hausse expliquent notamment cette contre-performance.

### Les leçons de la saison des bénéfices



Source: JP Morgan, Swiss Life Asset Managers. \* EMMA = marchés émergents

La saison des bénéfices du T4 2022 est finie, et les résultats sont globalement à peine supérieurs aux prévisions. Prudentes, celles-ci avaient été abaissées depuis quelques mois. La croissance globale des bénéfices comparée au T4 2021 aux Etats-Unis est de -2% (-6% hors énergie), et de +2% dans l'UEM (-2% hors énergie). Le fort effet positif du secteur de l'énergie cessera ces prochains trimestres si les prix du gaz et du pétrole restent aux niveaux actuels. La croissance nominale est bien plus forte (5% aux Etats-Unis, et 16% dans la zone euro). Autrement dit, les ventes sont plutôt neutres comparées à 2021 outre-Atlantique, mais en forte hausse en Europe. Autre conséquence, le repli des marges qui avaient atteint des pics record. Notons moins de bonnes surprises que lors des précédents trimestres, sous la moyenne historique. Les prévisions de bénéfices pour 2023 ont été nettement abaissées, la croissance des gains des grands marchés des actions est pour l'heure estimée à 1,0%. Le plus fort taux est attendu au Japon (5,7%), le plus faible outre-Manche (-3,6%). Des chiffres impliquant toujours un atterrissage en douceur de l'économie mondiale. La baisse des bénéfices américains est de 15% en moyenne lors d'une récession ; même si elle est légère, comme prévu, ce repli serait à un chiffre. Ces estimations pour 2023 impliquent aussi qu'une performance positive s'accompagnerait de valorisations en hausse. 2024 s'annonce bien meilleure, surtout sur les marchés émergents, où les prévisions sont supérieures aux moyennes à long terme. Un redressement de la conjoncture mondiale et un début de baisse des taux directeurs rendrait ce scénario réaliste. Nous restons prudents et d'avis qu'une nouvelle correction à court terme est probable.



## Devises

À l'affût des banques centrales

### Etats-Unis

- En février 2023, l'USD a gagné 3% pondéré des échanges, faisant plus que reprendre le terrain perdu en janvier, grâce aux données économiques américaines meilleures que prévu. L'USD s'est apprécié face à toutes les grandes devises, hormis le MXN.
- La vigueur de l'USD va se poursuivre en mars, mais il connaîtra un nouveau repli pondéré des échanges plus tard en 2023, avec le ralentissement attendu de l'économie.

### Zone euro

- Performance mitigée pour l'EUR en février : en hausse face à des devises à faible rendement comme le CHF et le JPY, il cède du terrain à la SEK et à l'USD.
- Si nous prévoyons une nouvelle baisse de la paire EUR/USD à court terme, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies vont soutenir la monnaie unique.

### Royaume-Uni

- Alors que la GBP a perdu ses gains de janvier face à l'USD, elle est restée stable face à l'EUR.
- A court terme, nous restons négatifs sur la paire GBP/USD. Même si la récession technique a été évitée de justesse au T4 2022, le mix croissance-inflation britannique reste très peu reluisant pour 2023.

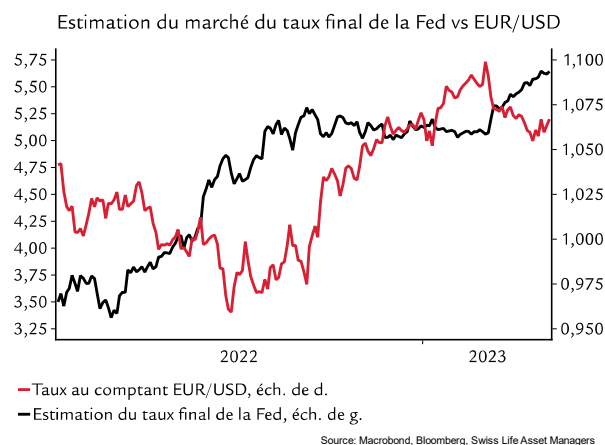
### Suisse

- Pondéré des échanges, le CHF cède encore 0,5% en février, la BNS continuant de vendre des devises.
- Les risques d'inflation sont plus élevés en Europe qu'en Suisse, la BNS a donc les moyens de faire pression à la baisse sur la paire EUR/CHF pour stopper l'inflation importée à court terme. Le CHF devrait encore céder le pas à l'EUR en 2023, vu le différentiel de taux d'intérêt qui se creuse.

### Japon

- L'USD s'est aussi renforcé face au JPY en février, la paire USD/JPY gagnant 4,7% sur le mois.
- Kazuo Ueda devrait être nommé à la tête de la Banque du Japon. Avec une inflation désormais supérieure à 4%, la politique de contrôle de la courbe des taux paraît de plus en plus intenable. Cela pourrait mettre les rendements obligataires japonais sous pression et étayer notre avis négatif sur la paire USD/JPY en 2023.

### Le marché prévoit des hausses de taux, portant l'USD



En février a eu lieu une autre forte réévaluation des relèvements des banques centrales, préoccupation majeure du marché des changes. Avec un marché du travail américain très solide et une inflation toujours forte, notamment la mesure clé excluant l'alimentation et l'énergie, le marché a relevé sa prévision de taux final de la Fed à 5,6% au moment de la rédaction. Les rendements obligataires américains ont progressé, et la plupart des taux finaux des pays développés, soit le taux directeur le plus haut du cycle attendu, ont été relevés. La dynamique économique reste plus solide que prévu, les PMI livrant de bonnes surprises aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. De plus, l'inflation de février dans l'UEM est plus forte que prévu, faisant monter l'inquiétude d'une nouvelle généralisation des pressions sur les prix. Cela a renforcé la pression du marché sur la BCE à rester ferme dans sa lutte contre l'inflation. Il attend désormais des relèvements de 50 pb à partir de début février, relevant le taux final attendu à 4,0% à la clôture de la rédaction. La dynamique devrait s'essouffler en fin d'année, dans le sillage d'une politique monétaire durcie. La Fed devrait donc atteindre son taux directeur maximal de 5,25% au T2 2023, inférieur à la prévision actuelle du marché. Bien que l'avantage du carry de l'USD reste important comparé aux autres grandes devises, portant le billet vert à court terme, les taux européens devraient réduire leur écart face aux américains courant 2023. En effet, le cycle de relèvement de la BCE est à la traîne de celui de la Fed. La vigueur de l'USD devrait persister en 2023 ; nous maintenons donc notre prévision d'une paire EUR/USD en hausse.

## 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 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.

Mars 2023 – Third-Party Asset Management

## Allocation d'actifs

Un mois de réflexion

### Résumé

- Après la fêerie de janvier, les marchés financiers ont globalement déchanté en février.
- A nouveau, ils ont dû revoir leur prévision de revirement de la politique monétaire, car les données économiques suggèrent que l'inflation est encore trop forte pour justifier un répit.
- La correction est insuffisante pour nous amener à revoir notre opinion prudente sur les actions et obligations d'entreprises. Mais les hausses de rendements indiquent que le moment est peut-être propice pour relever la durée.

### Taux d'intérêt et obligations

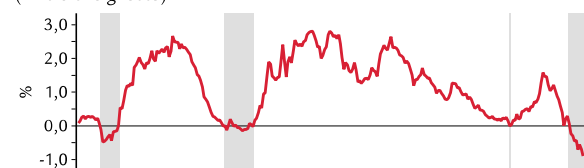
- La hausse des rendements des emprunts souverains et le creusement des écarts ont produit des rendements obligataires négatifs.
- Même si les écarts ne traduisent pas assez le risque de ralentissement économique à nos yeux, les rendements reviennent à un niveau que nous jugeons juste, car nous anticipions ce fléchissement.
- Nous relevons ainsi la durée pour profiter de ces niveaux de rendement, malgré la volatilité que nous prévoyons. Les écarts étant trop serrés, nous restons sous-pondérés sur le crédit.

### Actions

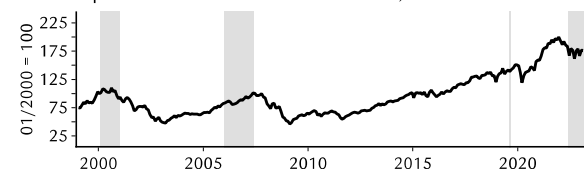
- La prévision de gains des titres américains poursuit sa baisse, mais le niveau reste incohérent avec une économie qui ralentit. Stabilité des attentes en Europe, une évolution surprenante, car la politique monétaire restrictive va sûrement durer.
- La correction partielle de février n'a donc pas suffi à améliorer notablement les valorisations. Livrant un rendement positif, les marchés des actions européens sont désormais légèrement chers.
- Bien qu'il puisse y avoir une contre-réaction, les gains doivent encore baisser et devenir plus sérieux pour les titres européens, qui semblent oublier la question de l'inflation.
- Dans l'ensemble, nous maintenons notre exposition aux actions inférieure au niveau stratégique.

### Inversions des courbes des taux et marchés des actions

Courbe des taux : rendement des bons du Trésor à 10 ans moins 2 ans (inversions grisées)



Indice de performance totale nette MSCI World, en CHF



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Souvent, les stratégies avancent que l'inversion de la courbe des taux (extrémité courte supérieure à la longue) augure d'une correction sur le marché des actions. Nous présentons ici une observation empirique reposant sur une logique fondamentale. Une courbe inversée résulte d'une politique monétaire restrictive (la banque centrale maintient les taux courts élevés), et les plus longs baissent à la suite de l'anticipation d'une inflation et d'une croissance en repli. Mais ce signal fonctionne-t-il ? Le graphique compare la courbe en USD avec l'indice MSCI World en francs suisses au fil du temps. Premier constat : les inversions (épisodes négatifs) ont été rares ces vingt dernières années. Second constat : l'épisode actuel est le plus marqué. Tercio, le graphique indique qu'une courbe inversée ou plate augure d'une correction des actions, mais le temps nécessaire pour qu'elle se produise varie et peut être long. Par exemple, l'inversion qui a débuté autour de l'an 2000 a été suivie d'une correction marquée quelques mois plus tard. En revanche, celle de 2006 n'a pas vraiment aidé à prévoir le très lourd revers de 2008. En conclusion, bien qu'une inversion de courbe soit un indicateur utile d'un stress potentiel sur le marché des actions, elle n'est pas utile comme outil pour choisir le moment de modifier l'allocation d'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 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.