

Novembre / décembre 2023

A retenir

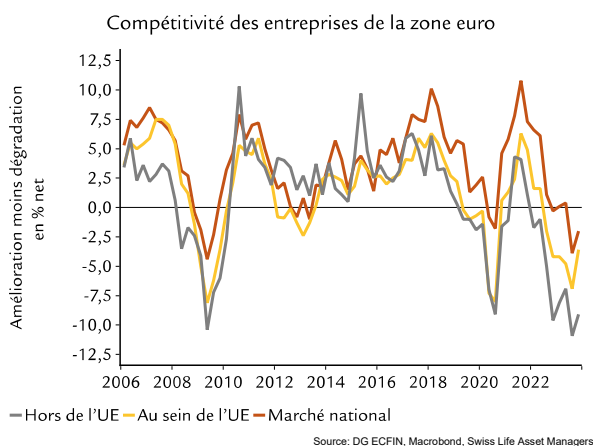
- La guerre entre Israël et le Hamas risque de faire à nouveau grimper les prix de l'énergie, surtout en Europe
- La croissance au 3^e trimestre est meilleure que prévu, notamment aux Etats-Unis et en Chine
- Prudence à l'horizon : la politique monétaire rigide laisse des traces, la dette publique préoccupe à nouveau

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

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

Graphique du mois



Depuis 2022, de plus en plus d'entreprises de la zone euro font savoir que leur compétitivité s'érode. C'est surtout le cas sur les marchés hors de l'UE, notamment pour les sociétés allemandes. Parmi les facteurs de cette réalité, les prix de l'énergie toujours élevés. La compétitivité de branches très gourmandes en énergie comme l'industrie chimique, papetière ou du métal est très faible. Les sociétés pharmaceutiques et les constructeurs automobiles se plaignent aussi d'une concurrence accrue, causée notamment par les véhicules électriques chinois pour ces derniers. L'UE a donc récemment lancé une enquête antisubventions sur l'importation de ces véhicules.

Etats-Unis Fièvre acheteuse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,4%	2023 : 2,2%
2024 : 0,6%	2024 : 0,9%

Conformément aux prévisions, le PIB américain a progressé de 1,2% au 3^e trimestre 2023 par rapport au précédent, traduisant une nette accélération et constituant la plus forte croissance depuis fin 2021. Cette progression est toutefois peu diversifiée, car elle s'explique principalement par la consommation très soutenue et la constitution de stocks de la part des ménages. La dépense publique a également favorisé la croissance, ce qui est problématique au vu de l'état du budget, tandis que les investissements et la contribution du commerce extérieur sont éteintes. La soif inextinguible de biens durables chez les ménages est particulièrement remarquable. A l'inverse d'autres pays, et même si les dépenses pour les services poursuivent leur rebond, le report attendu après la fin de la pandémie des dépenses en biens vers celles en services n'a toujours pas eu lieu. Cela pourrait expliquer l'évolution favorable des commandes de biens durables en septembre et la meilleure tenue de l'industrie manufacturière, d'après le PMI, par rapport à l'Europe. En revanche, la forte consommation intervient au détriment du taux d'épargne, plus faible. En septembre, le revenu réel des ménages a même reculé pour le second mois de rang. Nous maintenons notre estimation prudente pour les prochains trimestres, mais nous avons dû relever légèrement nos prévisions de croissance pour 2023 et 2024 au regard des solides données économiques.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,1%
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%

Nouveau recul du taux d'inflation en septembre ; les prix des services (hors énergie) ont légèrement repris de l'élan au 3^e trimestre, ce qui n'est pas surprenant au vu de la vigueur de la consommation. Seul le ralentissement économique attendu aura un effet à la baisse sur ce plan. Un constat identique pour la pression salariale toujours élevée. Sur ce front, les syndicats ont obtenu des constructeurs automobiles de fortes augmentations grâce à des grèves très suivies.

Zone euro Conflit et conséquences

Croissance du PIB

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

Les PMI avancés d'octobre dans le secteur secondaire pointent un repli durable de la dynamique conjoncturelle dans la zone euro. De plus, la guerre entre Israël et le Hamas, qui a éclaté début octobre, devrait laisser davantage de marques sur l'économie de l'UEM qu'outre-Atlantique, par exemple. L'effet de l'effondrement de la demande israélienne devrait être faible, les exportations vers l'Etat hébreu ne représentant que 0,2% du PIB de la zone euro. En revanche, le conflit menace de faire flamber les prix du pétrole et du gaz, ce qui conduirait à une nouvelle hausse de l'inflation et ralentirait l'activité économique. Dans le scénario le moins défavorable, où le conflit resterait limité à Israël et aux territoires palestiniens, nous n'attendons pas de hausse significative des prix de l'énergie. Si les hostilités venaient à s'étendre aux Etats arabes voisins du Liban et de la Syrie (ce qui semble de plus en plus être la tendance), où l'Iran soutient différents groupes, nous prévoyons une volatilité accrue des prix de l'énergie ainsi qu'une prime de risque découlant de la menace d'un conflit direct avec Téhéran. Selon nous, seul le scénario le plus grave d'une confrontation directe entre Israël et l'Iran, dans lequel des puissances mondiales comme les Etats-Unis et la Chine interviendraient, aurait pour conséquence une hausse considérable et durable de ces prix.

Inflation

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

A 2,9% en octobre, l'inflation globale en zone euro est retombée à son plus bas en deux ans. Elle est désormais nettement inférieure à l'inflation sous-jacente inscrite à 4,2%. Le repli des prix de l'énergie en est le principal facteur. Ceux des produits de base se sont aussi nettement détendus. Alors qu'une escalade du conflit au Proche-Orient fait peser le risque d'une hausse de l'inflation, le repli de la dynamique conjoncturelle moins marqué que prévu exerce la pression inverse.

Allemagne

L'optimisme n'est pas de mise

Croissance du PIB

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

D'après une première estimation, l'économie allemande recule de 0,1% au 3^e trimestre, un peu moins que notre prévision. De plus, la croissance du PIB aux deux premiers trimestres a été relevée à 0,1% et 0,0%. L'Allemagne n'est donc pas en récession technique. Cependant, très peu d'éléments incitent à l'optimisme, et nous estimons que l'Allemagne se trouve bel et bien en récession. La solidité du marché du travail et le léger soutien attendu de la part de la consommation privée expliquent que nos prévisions ne sont pas plus basses. Toutefois, les risques de baisse de ces deux facteurs ont augmenté dernièrement. D'après l'enquête auprès des directeurs d'achats, l'emploi diminue également dans le tertiaire, une première dans l'ère post-covid. De plus, le repli industriel s'accélère, même si le recul de la production et des affaires nouvelles s'est atténué. Le moral des ménages poursuit sa baisse en octobre, dans la lignée de sa tendance depuis mai. La nouvelle augmentation des prix de l'énergie et la crainte accrue du chômage ont fait croître le pessimisme des ménages quant à leur revenu estimé, même si l'inflation globale continue de baisser et qu'une hausse des salaires est attendue.

Inflation

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

En quête de nouveaux fournisseurs à la suite de l'éclatement de la guerre en Ukraine, l'Allemagne a signé fin 2022 avec le Qatar un accord d'importation de gaz naturel liquéfié, déjà fortement critiqué à l'époque. La critique s'est amplifiée avec l'attaque, le 7 octobre dernier, sur Israël lancée par le Hamas, soutenu par Doha. Tant que l'émirat jouera le rôle d'intermédiaire au Proche-Orient, l'accord devrait demeurer. En revanche, une escalade du conflit ferait s'envoler l'incertitude quant à l'approvisionnement et, partant, les prix du gaz.

France

Un déficit historiquement élevé

Croissance du PIB

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

De façon similaire aux Etats-Unis, la politique budgétaire a porté la croissance en 2023 et pourrait amortir l'effet néfaste de la politique monétaire que constitue la hausse du coût du crédit pour les entreprises et les propriétaires. Il en résulte un déficit public historiquement élevé depuis le début de l'année. En août, le solde négatif cumulé dépassait même les valeurs enregistrées lors de la pandémie en 2020. La soutenabilité de la dette publique revient ainsi au cœur des débats. Sur les marchés financiers, la prime de risque pour les obligations souveraines françaises par rapport aux Bunds allemands est déjà repartie à la hausse. Elle s'inscrit actuellement à plus d'un écart-type au-dessus de la moyenne à long terme des vingt dernières années. Outre cette dégradation des conditions cadres structurelles, les indicateurs cycliques témoignent aussi d'un nouveau ralentissement de la dynamique. L'un d'entre eux, établi par l'Insee, fait état d'un climat conjoncturel particulièrement défavorable en octobre 2023 : ces cinq dernières années, cet indicateur n'a glissé sous sa valeur actuelle qu'à quatre reprises. Trois d'entre elles ont été observées durant des mois où l'exécutif déployait des mesures pour endiguer la pandémie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,9%	2023 : 5,0%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

Aucun chiffre détaillé pour le mois d'octobre quant à l'évolution de l'indice des prix à la consommation n'est encore disponible. Mais d'après la prévision avancée de l'Insee, qui confirme notre hypothèse, les effets de base et la perte d'élan de la dynamique conjoncturelle alimenteront un nouveau repli de l'inflation globale. Le taux d'inflation s'inscrivait encore à 4% récemment, soit 2% de moins qu'en janvier 2023. Dans notre scénario de référence, et à la condition de prix de l'énergie stables, il devrait glisser sous 2% à compter d'octobre 2024.

Italie

Déséquilibre budgétaire

En zone euro, les rendements des obligations souveraines ont globalement augmenté au 3^e trimestre. Avec la proposition de budget de l'exécutif italien, qui ne respire pas une farouche volonté d'économies, les discussions sur la soutenabilité de la dette de la Botte se sont à nouveau enflammées. L'écart entre les emprunts d'Etat allemands et italiens s'est à nouveau creusé. La réévaluation redoutée de la notation de crédit de l'Italie par S&P ne s'est pas matérialisée en octobre, mais celles de Fitch et de Moody's n'avaient pas été publiées à la clôture de la rédaction. Le gouvernement de Mme Meloni laisse certes augurer d'un déficit primaire en amélioration (hors paiements d'intérêts), de -1,5% du PIB en 2023 à -0,2% en 2024. Toutefois, cette prévision repose sur des hypothèses de croissance du PIB trop optimistes à nos yeux (1,2% pour Rome contre 0,5% pour notre estimation en 2024). De plus, la charge des intérêts attendue au fil des ans augmente. Malgré la consolidation budgétaire, plutôt frileuse, cela entraînera un déficit global qui ne glissera pas sous les 3% des critères de Maastricht avant 2026.

Espagne

Rafrâchissement hivernal

L'Espagne est bien moins touchée que l'Allemagne par la dégradation de la compétitivité des entreprises de la zone euro (voir Graphique du mois). Les sociétés espagnoles du domaine du prêt-à-porter, du plastique, de l'industrie papetière et du métal indiquent la plus forte perte de compétitivité au 3^e trimestre. Sur la même période en revanche, la position des producteurs de produits sidérurgiques, pharmaceutiques, de véhicules et de mobilier s'est améliorée. *In globo*, l'économie espagnole a progressé de 0,3% au 3^e trimestre, un peu plus que nous l'attendions. La consommation et le commerce l'ont favorisée. Cependant, la politique monétaire restrictive a également entraîné des conséquences pour l'économie espagnole : les investissements reculent déjà au 3^e trimestre, et la demande de crédit des entreprises s'est encore fortement dégradée récemment. De plus, le moral des ménages s'assombrit malgré une inflation en baisse depuis août. Nous prévoyons donc un ralentissement de la dynamique espagnole lors du semestre d'hiver.

Suisse

Croissance nulle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%

Depuis le 2^e trimestre 2023, l'économie suisse tangué dans des clapotis. Le début du dernier trimestre 2023 n'y a rien changé. Les indicateurs disponibles jusqu'ici, comme le baromètre conjoncturel d'octobre du KOF de l'EPF de Zurich, confirment ce constat. L'indice des directeurs d'achat PMI de l'industrie recule nettement en octobre, à 40,6 points. La principale raison de ce nouveau repli réside dans la forte baisse de la production par rapport à septembre, et dans la minceur des carnets de commandes. Ce facteur exclut un rapide revirement de tendance. Par le passé, des valeurs aussi faibles de ces PMI étaient constatées lorsque la Suisse était en récession. La récente multiplication des annonces de pertes d'emploi dans l'économie helvète n'a rien d'un hasard. La croissance reste portée par la consommation des ménages et la croissance démographique. A l'exception du mois de juillet, les données mensuelles de l'immigration nette du Secrétariat d'Etat aux migrations (SEM) affichent chaque mois un record sur la période depuis 2014.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,2%
2024 : 1,9%	2024 : 1,6%

Après le net repli de l'inflation cet été, la hausse des loyers existants entre dans le calcul des prix à la consommation en ce 4^e trimestre 2023. Associée à l'augmentation des prix de l'électricité et au relèvement de la TVA début 2024, la progression des loyers va porter le taux d'inflation à un peu plus de 2% au cours du 1^{er} trimestre 2024. A court terme, les développements géopolitiques s'accompagnent de risques prévisionnels contradictoires : d'une part, les prix de l'énergie ont fortement augmenté en octobre, et de l'autre, l'appréciation du franc permet des prix à l'importation plus faibles.

Royaume-Uni

Le marché du travail se retourne

Croissance du PIB

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

Les chiffres mensuels du PIB sont globalement meilleurs que nos prévisions prudentes et nous amènent à une légère révision à la hausse des prévisions pour 2023. Néanmoins, cela change peu la situation de l'économie britannique, toujours dépourvue de moteurs de croissance et dont la trajectoire est principalement latérale depuis début 2022. La Banque d'Angleterre devrait certes marquer une pause, mais sa politique rigide se fait ressentir. Divers indicateurs signalent que les prix des maisons stagnent, dans le meilleur des cas, voire baissent nettement. Par ailleurs, le moral des ménages s'est dégradé après des mois de rebond, notamment en raison de la détérioration de l'horizon conjoncturel. Les ventes au détail continuent d'en souffrir. Elles font du surplace depuis début 2023 et ont même perdu de leur dynamisme au 3^e trimestre. Sur une note positive, le taux d'inflation en baisse fait actuellement progresser les salaires réels. Toutefois, cette croissance devrait faiblir, car le marché du travail s'est retourné et l'emploi perd du terrain au 3^e trimestre. Les PMI d'octobre, en particulier dans le secteur tertiaire, ne laissent pas entrevoir d'amélioration au 4^e trimestre. En l'absence de moteurs de croissance, notre prévision de croissance du PIB de 0,3% en 2024 demeure prudente.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,5%	2023 : 7,4%
2024 : 3,0%	2024 : 3,1%

L'inflation britannique n'en finit pas de surprendre. Après la baisse surprise d'août, les chiffres de septembre sont un peu plus élevés qu'attendu, avec une révision de la prévision à la clé. La tendance globale de l'inflation sous-jacente reste orientée à la baisse, un peu plus marquée pour les prix des biens de base que pour ceux des services. Elle s'inscrit actuellement à 6,1%, et nous prévoyons qu'elle glissera sous la barre des 5% au 1^{er} trimestre 2024.

Chine

Trajectoires contraires

Croissance du PIB

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

La croissance du PIB chinois au 3^e trimestre 2023 s'inscrit à 4,9%, un niveau plus solide qu'attendu. De plus, les données mensuelles de la consommation et de l'industrie en septembre ont aussi progressé à un rythme satisfaisant. En effet, les perspectives de consommation sont encourageantes. Outre les ventes au détail de septembre, en forte hausse de 5,5% par rapport à l'année précédente, les indicateurs journaliers des recettes de billetterie des cinémas témoignent d'une amélioration durable. Le taux de chômage est passé de 5,2% à 5,0%, tandis que le taux d'épargne des ménages se rapproche du niveau pré-covid. C'est un signe que les foyers chinois sont moins inquiets des perspectives de revenu et dépensent ainsi à nouveau davantage. C'est pourquoi nous relevons notre prévision de PIB pour 2023 de 5,0% à 5,4%. Le secteur immobilier reste le point faible de l'économie. Tant l'investissement que les ventes continuent de reculer en raison du choc de confiance qui frappe les investisseurs du secteur. Mais une lueur apparaît à l'horizon : les réalisations de projets immobiliers vendus sur plans continuent de progresser fortement. Avec le temps, cela pourrait contribuer à restaurer la confiance, si les acheteurs de logements déjà vendus acquièrent la certitude croissante que les biens qu'ils ont payés seront livrés.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,6%
2024 : 1,2%	2024 : 1,7%

Les données de l'inflation chinoise en septembre sont restées faibles, avec un taux d'inflation globale nul. Tandis que les prix dans les secteurs des loisirs et du transport ont légèrement progressé, ceux des biens en lien avec l'immobilier restent faibles, traduction de l'atonie persistante du secteur. Les prix à la production reculent de 2,5% par rapport à 2022 et restent en territoire déflationniste, mais progressent légèrement en comparaison avec le mois précédent.

Novembre / décembre 2023

Taux d'intérêt et obligations

Désinversion de la courbe des taux

Etats-Unis

- La surabondance continue de bons du Trésor a fait gagner 33 points de base (pb) de plus aux T-Bonds à 10 ans, pénalisant les écarts de crédit d'entreprise qui ont augmenté de 8 pb.
- La Fed a laissé ses taux directeurs inchangés, mais réitéré sa perspective de « taux plus élevés, plus longtemps », l'économie américaine demeurant résistante et la pression inflationniste, élevée.

Zone euro

- Les écarts de crédit ont augmenté de 7 pb dans l'UEM, sous l'influence de données économiques en perte de vitesse et des chiffres de l'inflation, suggérant un net ralentissement conjoncturel. En conséquence, les rendements des Bunds à 10 ans ont cédé 3 pb.
- La BCE n'a pas touché à ses taux directeurs. Considérant les défis économiques actuels, dont une croissance atone et un climat géopolitique tendu, en plus d'une inflation en repli rapide, nous estimons que le cycle de hausse des taux est terminé.

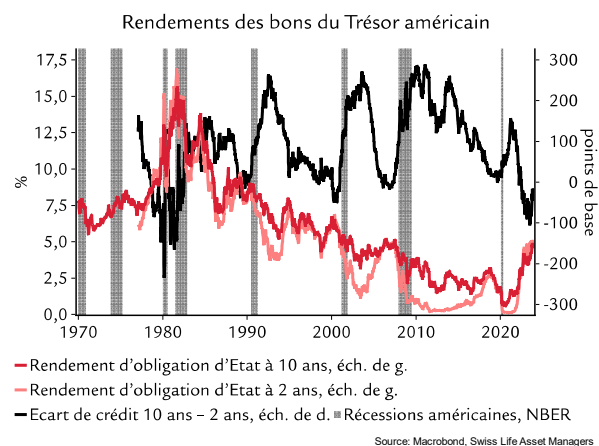
Royaume-Uni

- Les gilts à 10 ans ont progressé de 7 pb, en écho aux Etats-Unis, sur fond d'inflation obstinément élevée.
- Le consensus du marché ne prévoit pas de nouvelle hausse des taux directeurs considérant la fragilité de la conjoncture.

Suisse

- Stabilité des obligations de la Confédération en octobre, la vigueur du franc atténuant efficacement l'essentiel des pressions inflationnistes externes.
- Les principaux indicateurs économiques signalent toutefois un ralentissement. Avec l'inflation sous les 2%, ce scénario pourrait amener la BNS à envisager des baisses de taux courant 2024.

Le régime « bear steepening » n'exclut pas la récession



Un écart négatif entre les bons du Trésor à 10 et à 2 ans est généralement perçu comme avant-coureur d'une récession. La courbe des taux est inversée depuis 484 jours, alors que l'économie américaine reste remarquablement robuste. En rythme annualisé, la croissance du PIB au T3 est de 4,9%, et le marché du travail reste tendu. A noter toutefois que les récessions débute généralement par un raidissement de la courbe, précédé d'une inversion. Après avoir atteint -108 pb en juin, la courbe s'est raidie de 90 pb. Faut-il y voir une récession imminente ? Nous sommes partagés. Lors des cycles précédents, le raidissement induisant une récession résultait d'une baisse plus rapide à l'extrémité courte par rapport à la longue, fruit des baisses de taux directeurs. Dans le régime actuel de *bear steepening*, l'extrémité longue augmente plus vite que la courte, signe d'une réévaluation des prévisions de croissance et d'inflation. Bien qu'il diverge des modèles observés lors des dernières récessions, ce régime pourrait induire une récession, comme dans les années 1970 avec leur forte inflation. Selon nous, le durcissement des conditions financières causé par ce régime va faire baisser les prix des actifs risqués et relever le risque d'un cycle de défaut sur les crédits. Nous maintenons une position courte sur le risque de crédit et longue en durée, surtout en zone euro, où la contraction est plus rapide et l'inflation en repli.

Actions

Nette correction en octobre

Etats-Unis

- Le marché américain a perdu 2,3% le mois dernier, sa performance depuis janvier est de +10,5%.
- Les premiers résultats trimestriels ont été mitigés. La croissance des bénéfices affiche 2,7% par rapport au T3 2022. Les entreprises aux résultats inférieurs aux attentes reculent fortement, celles qui ont fait mieux que les estimations voient leur cours bondir. Mais pour la première fois depuis un moment, cela n'a pas permis de stimuler le marché.
- La valorisation du marché américain reste supérieure aux moyennes historiques. Il est biaisé en faveur des « sept glorieuses », des actions de la tech qui progressent cette année et dont la valorisation reste très élevée malgré des pertes récentes.

Zone euro

- Le marché perd 3,3%, et signe +6,6% depuis janvier.
- Les résultats trimestriels sont pour l'heure décevants.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Rendement de -3,6% pour le marché britannique sur le mois, la performance depuis janvier est de +1,4%.
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées lui profitent toujours. La forte exposition aux sociétés de l'énergie a aidé le marché dans un contexte de prix du pétrole élevés.

Suisse

- Le marché suisse cède 5,1% en octobre, et signe -1,4% depuis janvier.
- La performance des actions pharmaceutiques et de Nestlé reste faible, alors qu'elles pèsent plus de 40% du marché. Dans le marasme actuel, le marché suisse ne démontre pas son caractère défensif habituel. Il est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Nouveau mois médiocre, avec une performance de -3,9% ; le repli depuis début 2023 est de 2,1%, en retrait des autres marchés des actions.
- La Chine a relancé son économie dernièrement, sans incidence visible sur le marché jusqu'ici.

Evénements géopolitiques : impact sur les marchés

Marchés et événements géopolitiques. Rendements des 3 mois subséquents

Événement	Date	S&P 500	Bon du Trésor	Pétrole brut	Or
Invasion du Koweït	août 1990	-10%	1%	38%	-1%
1 ^{re} Guerre du Golfe	janv. 1991	20%	2%	-24%	-8%
11-Septembre	sept. 2001	4%	0%	-30%	2%
2 ^e Guerre du Golfe	mars 2003	12%	7%	2%	6%
Guerre du Liban	juin 2006	7%	3%	-10%	-6%
Annexion de la Crimée	mars 2014	5%	3%	6%	-2%
Attentats du 13-Nov., Paris	nov. 2015	-5%	5%	-21%	10%
Invasion de l'Ukraine	fév. 2022	-4%	-8%	24%	-5%
Median		5%	3%	-4%	-2%

Source: Goldman Sachs, Swiss Life Asset Managers

Les guerres en Ukraine et au Proche-Orient ont fait bondir les risques géopolitiques. Une situation qui amène à s'interroger sur la réponse des marchés en pareil cas. Durablement négative, ou plutôt contenue ? Au risque de surprendre, c'est la seconde option qui s'impose, l'incidence de ces développements sur l'économie mondiale et les marchés des capitaux étant souvent limitée. Le tableau ci-dessus indique les rendements des différentes classes d'actifs des trois mois suivant l'éclatement d'une crise géopolitique.

Dans l'ensemble, les actions se distinguent par une hausse, avec la Guerre du Golfe en point d'orgue, où le marché a gagné 20% sur la période considérée. Seule l'invasion du Koweït a entraîné une perte à deux chiffres. En moyenne, les T-Bonds progressent également ; leur rendement n'étant négatif que dans un cas, à savoir la guerre en Ukraine. Toutefois, cela réside davantage dans la hausse de l'inflation et des taux directeurs que dans la demande en valeurs refuges. Le rendement du pétrole brut juste après les crises est de loin le plus volatil. La valeur médiane est en réalité négative, mais il y a aussi de nettes valeurs positives. Lorsqu'une guerre au Proche-Orient sème le trouble, le rendement atteint deux chiffres (il faut considérer la première Guerre du Golfe avec l'invasion du Koweït). L'évolution de l'or est quelque peu surprenante, car il est considéré comme une valeur refuge en pareil contexte. Certes, il affiche une hausse dans la plupart des cas, mais l'ampleur est limitée.

En résumé, guerres et autres troubles géopolitiques ont un effet étonnamment limité sur les marchés financiers et, la plupart du temps, les actifs risqués signent des résultats positifs.

Devises

Guerre au Proche-Orient : impact limité sur le CHF

Etats-Unis

- Nouveau mois solide pour l'USD, avec des données économiques très solides et des rendements des bons du Trésor élevés. Le billet vert gagne 1%, pondéré des échanges.
- Nous maintenons notre avis positif sur l'USD pour novembre. L'avantage du taux d'intérêt (« carry ») américain devrait rester important, favorisant l'USD. Même si nous la voyons ralentir au T4 2023, l'économie américaine surperformerait ses homologues développées.

Zone euro

- L'EUR a surpris en s'appréciant sur une base pondérée des échanges. La paire EUR/USD finit le mois inchangée. Le repli de l'EUR face au CHF a été compensé par une appréciation face à la GBP, et un bond face à la SEK et la NOK.
- Nous réitérons notre avis négatif sur la paire EUR/USD, ainsi que la stabilité des paires EUR/GBP et EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Après un très faible mois de septembre, fruit de l'inaction de la Banque d'Angleterre, octobre a été plus calme, la GBP cédant légèrement face à l'EUR et à l'USD.
- Dans la logique de notre prévision d'un USD solide, nous attendons une baisse de la paire GBP/USD jusqu'à la fin de l'année.

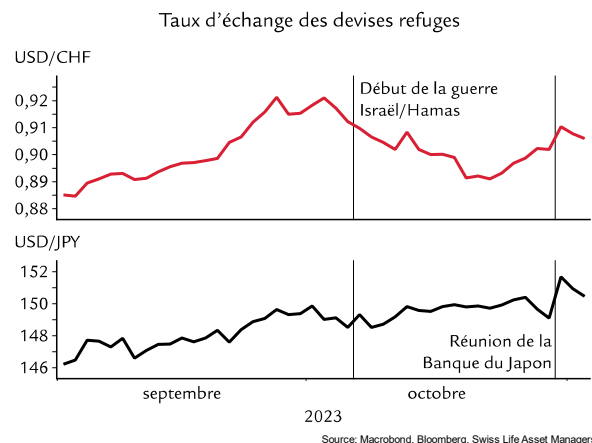
Suisse

- En octobre, le CHF a gagné 0,7% pondéré des échanges, profitant de son statut de valeur refuge sur fond de troubles géopolitiques.
- Au niveau actuel, le potentiel d'appréciation est limité, et nous réitérons notre avis neutre sur la paire EUR/CHF et positif sur la paire USD/CHF.

Japon

- La vente massive du JPY s'est poursuivie en octobre, favorisée par l'approche très prudente de la normalisation monétaire de la Banque du Japon.
- Cependant, cette dernière n'aura sûrement d'autre choix que poursuivre sur ce chemin. Le JPY étant fortement sous-évalué, la paire USD/JPY devrait encore baisser d'ici fin 2023.

Le yen tributaire de sa gardienne, et non de la géopolitique



Un nouveau choc géopolitique a secoué les marchés le 7 octobre, avec l'attaque du Hamas sur Israël. Toutefois, l'incidence sur les marchés financiers a été de courte durée. Jusqu'à mi-octobre, les prix du pétrole ont augmenté et le CHF, valeur refuge, s'est apprécié (voir graphique). En seconde quinzaine, ces deux mouvements se sont inversés, alors que la situation au Proche-Orient demeurait explosive. Le JPY, autre valeur refuge classique, a même cédé un peu plus de terrain à l'USD en octobre. La réunion de la Banque du Japon du 31 octobre a été un facteur de performance plus important que la géopolitique. La timide tentative de normalisation monétaire a déçu les investisseurs et induit une vente massive du yen.

Concernant le Proche-Orient, nous avons établi trois scénarios : (1) Le conflit reste confiné à Israël et aux territoires palestiniens, sans effet notable sur l'économie mondiale et les marchés financiers. (2) Les pays voisins comme le Liban et la Syrie sont aspirés dans le conflit, dans une guerre par procuration entre Israël et l'Iran. C'est ce qui se profile déjà, et ce scénario induirait une prime de risque intégrée aux prix de l'énergie et au CHF comme devise refuge. (3) Le scénario du pire : une escalade vers une confrontation directe entre Israël et l'Iran, avec à la clé une forte hausse des prix de l'énergie et du franc, ainsi qu'une incidence négative sur l'économie mondiale et les actifs risqués. Nous tenons ce dernier scénario comme plutôt peu probable.

Novembre / décembre 2023 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

A nouveau pris entre deux feux

Résumé

- Les marchés financiers ont été ballottés entre les avis changeants sur la politique monétaire et l'impact économique de l'attaque brutale du Hamas et la réaction de l'Etat hébreu.
- Malgré le coût humain élevé, la guerre n'a que peu affecté les marchés pour l'instant. Le conflit est considéré comme local, même si le risque d'implication d'autres pays s'accroît.
- Les investisseurs continuent de se concentrer sur les banques centrales, dont ils attendent qu'elles cessent leur resserrement, mais aussi qu'elles envisagent des baisses relativement rapides. C'est peu probable, surtout au vu de la résistance de l'économie américaine.

Taux d'intérêt et obligations

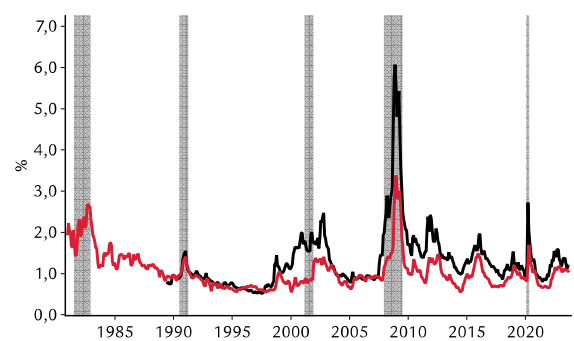
- Volatilité des rendements des obligations d'Etat, avec même 5% pour les T-Bonds à 10 ans, mais clôturant à un niveau légèrement supérieur ou proche du début de mois. Ils sont donc restés attractifs.
- Volatilité et léger creusement des écarts de crédit, avec sous-performance de la classe d'actifs à la clé. Ces écarts restent trop serrés au vu de la situation actuelle.

Actions

- Les données économiques et leurs effets sur la politique monétaire, ainsi que le conflit au Proche-Orient, dans une moindre mesure, ont fait baisser les marchés des actions mondiaux.
- Les revers des derniers mois ont amélioré la valorisation des marchés, qui reste trop élevée pour compenser les nombreux risques et les niveaux actuels des taux d'intérêt.
- Les prévisions de bénéfices commencent à ralentir, sans traduire de potentielle récession.
- Cependant, les investisseurs semblent enclins à revenir sur le marché, comme en témoignent les nombreux mais brefs rebonds récents : il se peut que le creux du marché ne soit pas très loin.

Écarts de crédit : le canari dans la mine ?

Les mineurs descendaient dans les mines de charbon avec un canari. Tout signe d'inconfort chez cet oiseau, très sensible aux émanations de monoxyde de carbone, incolore, inodore et mortel, prévenait du danger. La sagesse populaire attribue un rôle similaire aux écarts de crédit. L'avantage des investisseurs obligataires est faible, mais le risque important en cas de défaut. Ils scrutent donc les signes de malaise, et les écarts sont censés augmenter avant une récession. L'écart ajusté de l'option de l'indice Bloomberg US Aggregate Corporate et la différence entre les rendements des T-Bonds notés BAA et AAA par Moody's sont les écarts de substitution de notre graphique. Les périodes de récession proviennent du NBER.



— Différence de rendement des obligations d'entreprises notées BAA-AAA par Moody's
— Bloomberg US Agg. Corporate OAS ■ Récession américaine, NBER

Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Dans ce jeu de données, les écarts ne devinent pas bien les récessions, se creusant dans seulement deux cas sur cinq. Début 1999 et fin 2007, cela a suivi un durcissement de politique monétaire, comme aujourd'hui, signe que les écarts pourraient augmenter en cas de récession. C'est notre hypothèse privilégiée.

Allocation d'actifs

Les marchés sont trop confiants. Ainsi, malgré la volatilité des rendements, la dette de grande qualité est intéressante, alors que les écarts des emprunts d'entreprises et les actions ne sont pas là où nous aimerions les voir.