

Février 2024

A retenir

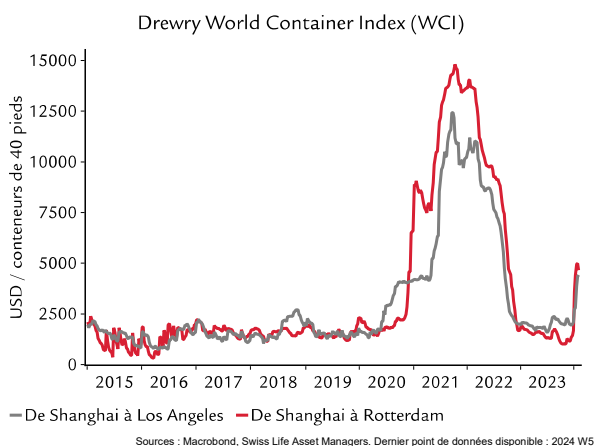
- Les attaques en mer Rouge font grimper les coûts du fret, mais le risque d'inflation est contenu
- Selon les enquêtes, les Etats-Unis ont mieux entamé 2024 que l'Europe
- Chine : crise immobilière et ambiance morose entraînent faible croissance et déflation

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,9% ↑	1,4% ↑	1,6%	1,7%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%
Zone euro	0,4% ↑	0,5%	1,0%	1,3%	2,2% ↑	2,2% ↓	1,9%	2,0%
Allemagne	0,0%	0,3% ↓	1,0%	1,2%	2,1%	2,5% ↓	1,9%	2,1%
France	0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	2,1%	2,5% ↑	1,7%	1,9%
Italie	0,5% ↑	0,5%	0,8%	1,0%	1,7%	2,0% ↓	1,9%	1,8%
Espagne	1,3% ↑	1,3%	1,6%	1,8%	2,7% ↑	2,9% ↓	2,1%	2,1%
Royaume-Uni	0,3% ↓	0,2% ↓	1,0%	1,0%	3,0%	2,7% ↓	2,4%	2,2%
Suisse	1,0%	1,2% ↑	0,9%	1,6%	1,7%	1,5% ↓	0,9%	1,2%
Japon	0,6% ↓	0,8% ↓	0,7%	1,0%	2,0% ↑	2,2% ↓	1,4%	1,5%
Chine	4,5% ↓	4,6%	4,4%	4,3%	1,0%	1,2% ↓	1,9%	1,7%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 janvier 2024

Graphique du mois



La hausse rapide du coût du fret depuis décembre à la suite des attaques sur les navires en mer Rouge ravive le souvenir de la pandémie et des craintes d'inflation. Mais plusieurs facteurs contredisent une augmentation des prix d'une sévérité comparable. Côté offre, il n'y a ni blocage mondial de marchandises ni de porte-conteneurs. L'allongement des délais de livraison est moins marqué et mieux prévisible. D'ailleurs, la demande de biens recule, alors qu'elle avait explosé lors de la pandémie. Une situation qui devrait éroder le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Actuellement, nous observons de près l'évolution des prix à l'importation et à la production.

Etats-Unis

Moral en hausse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,9%	2024 : 1,4%
2025 : 1,6%	2025 : 1,7%

L'économie américaine semble planer au-dessus de la mêlée et a signé une croissance étonnamment forte au 4^e trimestre 2023. Cela a induit un relèvement de nos prévisions 2024. A nouveau, les moteurs n'ont qu'une origine : consommation publique et des ménages sont quasiment les seuls piliers de la croissance, alors que l'investissement stagne. Depuis le changement de ton de la Fed en décembre 2023, les taux à long terme ont toutefois baissé, et le moral des entreprises américaines, notamment chez les acteurs de l'immobilier, a quelque peu rebondi. Celui des ménages s'est amélioré dans le sillage du repli de l'inflation et de marchés des actions florissants. Mais la corrélation avec la consommation réelle est généralement faible. En raison d'un marché du travail moins animé et de la disparition de l'épargne excédentaire, nous continuons de prévoir un repli de la consommation. Les débats se font plus constructifs entre Républicains et Démocrates sur la question du budget fédéral. Même si celui-ci n'est pas encore adopté, les chefs de la majorité des deux chambres du Congrès se sont au moins accordés sur un cadre de dépenses du même montant que l'année précédente. En l'état, le « shutdown » pourrait être évité et le frein budgétaire redouté pourrait se muer en facteur de croissance neutre pour les dépenses publiques en 2024.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,3%

Au 2^e semestre 2023, le déflateur de la consommation des produits de base (« Core PCE », hors alimentation et énergie) n'a gagné que 1,9% en valeur annualisée. Cette mesure de l'inflation scrutée de très près par la Fed s'est donc inscrite en deçà de son objectif de 2%. Nous estimons que l'évolution de l'inflation en 2024 permettra à la Fed de procéder à de premières baisses de taux à partir de juin, le risque inflationniste étant orienté à la hausse du fait de la forte consommation.

Zone euro

Timide début d'année

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Au lieu du léger repli attendu, l'économie en zone euro a stagné au 4^e trimestre 2023, d'après une première estimation. Elle a donc échappé à la récession technique. Mais la progression reste faible dans l'ensemble. Les résultats des enquêtes du début d'année ne traduisent pas encore de franche amélioration. Malgré un progrès, le PMI de l'industrie demeure nettement inférieur au seuil de croissance des 50 points. Par ailleurs, environ un tiers du rebond est imputable à l'allongement des délais de livraison, causé par les attaques sur les navires en mer Rouge. Il ne peut donc pas être considéré comme positif. Le PMI du secteur tertiaire a déçu les attentes en janvier, avec une accélération du repli de la marche actuelle des affaires. Le mois dernier, le moral des ménages s'est également dégradé, malgré une nouvelle légère hausse des salaires réels en zone euro. Dans cette région, le début d'année devrait donc s'apparenter à une lente reptation. Les dernières enquêtes auprès des banques n'indiquent plus qu'un très léger durcissement des conditions de crédit et pour les trois prochains mois, les banques n'attendent pas de nouveau repli de la demande hypothécaire ni du crédit aux entreprises. De premiers signes traduisent que la transmission des taux plus élevés via le canal de l'octroi de crédit a lentement atteint son pic. Des taux plus bas courant 2024 devraient avoir un effet apaisant.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,2%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

La BCE préfère attendre les données d'évolution des salaires au début de 2024 pour estimer l'inflation. Une enquête menée auprès de 70 entreprises et publiée fin janvier prévoit une croissance des salaires de 4,4% en 2024. Les données de janvier sur les salaires conventionnels paraîtront en février pour l'Italie et l'Espagne, et en mars pour l'Allemagne. L'indicateur basé sur les offres d'emploi sur Indeed sera sûrement disponible mi-février. Notre hypothèse est une première baisse de taux en avril.

Allemagne Climat mitigé

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,0%	2024 : 0,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

Selon les premières estimations, la récession technique a une fois de plus été évitée grâce à une révision à la hausse de la croissance, à 0%, au 3^e trimestre 2023. Au 4^e trimestre, la baisse s'est inscrite à 0,3%, et les enquêtes traduisent de la prudence en ce début d'année. Certes, tant le PMI et que l'indice ifo du climat des affaires signent un léger mieux – un repli moins rapide en réalité – dans l'industrie manufacturière. Les nouvelles commandes notamment ont un peu plus approché les 50 points. A l'inverse, la dégradation se poursuit dans le secteur tertiaire, en raison d'une évaluation négative de la situation actuelle (ifo) et d'une accélération du repli des commandes (PMI). En janvier, le relèvement de la TVA de 7% à 19% pour les restaurants pourrait être un facteur de cette baisse de confiance. Les prévisions d'une meilleure marche des affaires, selon le PMI, constituent une lueur d'espoir. En revanche, la situation et les estimations empiriques dans le secteur de la construction. Après un léger mieux en décembre, le moral des ménages recule en janvier. Même la perspective de revenus en amélioration et d'achats importants lors des douze prochains mois n'a pas fait long feu. *In globo*, nous voyons donc des risques de baisse pour nos prévisions de croissance (0%) pour le 1^{er} trimestre 2024.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,9%	2025 : 2,1%

Les données d'inflation en décembre 2023 et janvier 2024 (non parues à la clôture de la rédaction) sont faussées par des effets exceptionnels et uniques. Globalement, nous pensons qu'elle a continué de refluer. En décembre, les prix à la production ont baissé de 8,6% comparés à l'année précédente – une surprise – et les PMI du secteur manufacturier font état de prix encore en léger repli malgré la hausse mondiale des coûts du fret.

France Fin de la crise du pouvoir d'achat

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Fin de la crise du pouvoir d'achat en vue en France ? Il y a de bonnes chances que les salaires réels des ménages français augmentent pour la première fois depuis 2021. Selon l'enquête mensuelle de l'INSEE, l'anticipation de cette évolution remonte le moral des ménages depuis quelque temps. En janvier, il affichait la valeur la plus élevée depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine. En particulier, de plus en plus de ménages ont indiqué qu'ils prévoyaient des achats importants lors des douze prochains mois. En effet, le nombre d'immatriculations était revenu à son niveau d'octobre 2020 dès décembre 2023. Outre le moral des ménages en hausse, la détente logistique après la pandémie peut avoir contribué à cette évolution. En plus de pouvoir dépenser davantage, les ménages ont également la possibilité d'épargner plus ou de se désendetter. Quelle option retiendront-ils ? La sécurité de l'emploi et la trajectoire des taux ont la réponse. Ces prochains mois, il faudra scruter si l'évolution des carnets de commandes pointe vers un rebond de la demande. C'est en tout cas la direction que prend le tertiaire d'après les chiffres de janvier. Le franchissement du creux conjoncturel en cours d'année est donc un scénario réaliste.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,7%	2025 : 1,9%

La prévision avancée de l'évolution des prix à la consommation en janvier paraîtra seulement après la clôture de la rédaction. Mais de l'avis général, elle devrait indiquer une baisse. Ces prochains mois, la hausse des prix des produits alimentaires va également diminuer. Au second semestre, l'inflation devrait à nouveau passer sous les 2%. A court terme, les prix de l'énergie constituent un risque haussier pour nos prévisions d'inflation de 2024 et 2025.

Italie

Un potentiel inexploité

L'économie italienne a livré une bonne surprise au 4^e trimestre. Au lieu de stagner, le PIB a progressé de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Mais d'après l'institut italien de la statistique, ce bon résultat est principalement le fruit de la hausse des exportations nettes, alors que la demande intérieure a reculé au 4^e trimestre. Les perspectives en 2024 et 2025 sont timides, mais positives. Comme ailleurs en Europe, les ménages italiens vont profiter de la légère hausse des salaires réels, et les derniers chiffres de l'emploi témoignent d'une nouvelle amélioration. Le climat de consommation s'est donc légèrement éclairci. Le secteur industriel continue de tourner au ralenti. Le marché du travail, notamment, recèle un potentiel de croissance inexploité si la confiance des entreprises s'améliore comme prévu en 2024 et 2025. Malgré une forte croissance de l'emploi ces trois dernières années, la participation au marché du travail en Italie chez les 15-64 ans n'est que de 65% au 3^e trimestre 2023, bien en deçà de la moyenne de 74% en zone euro (source : Banque mondiale).

Espagne

Sprint final étonnant

Au 4^e trimestre 2023, l'économie espagnole a progressé davantage que prévu, à 0,6%, ce qui explique notre relèvement de prévision de PIB pour 2024. Selon l'institut statistique national espagnol (INE), les dépenses publiques et la consommation privée ont porté la croissance. Des quatre grands pays de la zone euro, seule l'Espagne a profité d'une croissance des salaires réels dès juin 2023. De plus, des enquêtes montrent que les ménages espagnols, en comparaison historique, sont particulièrement enclins à effectuer des achats importants ces douze prochains mois. L'investissement a en revanche reculé au 4^e trimestre 2023. Cependant, les conditions de crédit ne se sont davantage durcies récemment en Espagne, et les investissements dans le cadre du programme « NextGenerationEU » pourraient quelque peu dévier le vent de face de la politique budgétaire en 2024. En janvier, l'inflation est passée de 3,3% à 3,4%. L'inflation sous-jacente a moins reculé que prévu (de 3,8% à 3,6%). Outre la suppression progressive des allègements fiscaux sur l'énergie, la hausse des pondérations des services pourrait expliquer l'augmentation surprise de l'inflation.

Suisse

La BNS détient les clés

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%
2025 : 0,9%	2025 : 1,6%

La croissance économique devrait continuer à être portée par la forte immigration nette. Les derniers chiffres du Secrétariat d'Etat aux migrations (SEM) indiquent que la population résidente permanente a franchi la barre des neuf millions de personnes au printemps. Notre prévision d'une croissance du PIB réel de 1% signifie donc que l'économie stagne si on la calcule par habitant. Les stimuli font défaut, abstraction faite de facteurs exceptionnels comme la forte activité touristique liée à la météo dans les stations de sport d'hiver ou les recettes des licences des associations sportives que sont le CIO et l'UEFA, respectivement pour l'organisation des JO et du Championnat d'Europe de football. A la différence de l'Europe voisine, la hausse des salaires réels courant 2024 va moins contribuer à l'augmentation de la demande domestique. Un regain de dynamique conjoncturelle devra donc passer soit par une hausse de la demande économique mondiale, soit par une plus grande disposition à l'investissement sur le marché intérieur. Des taux d'intérêt bas ou un franc moins fort (ou les deux à la fois) seraient alors nécessaires. Dans tous les cas, c'est la Banque nationale suisse (BNS) qui a les clés.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,7%	2024 : 1,5%
2025 : 0,9%	2025 : 1,2%

A l'heure où nous rédigeons cette analyse, les chiffres de l'indice suisse des prix à la consommation en janvier n'étaient pas disponibles. Selon nous, une série de prix fixés par l'administration et la hausse du taux de TVA devraient avoir contribué à ce que l'inflation ait temporairement franchi la barre des 2%. Cette trajectoire est d'autant plus probable que les données du mois de décembre avaient livré une surprise à la hausse. Cette augmentation était imputable à des prix plus élevés dans le secteur tertiaire. Par ailleurs, nous observons une nouvelle hausse des prix du carburant et du mazout.

Royaume-Uni Inflation volatile

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,3%	2024 : 0,2%
2025 : 1,0%	2025 : 1,0%

La récente révision des chiffres du PIB britannique a quelque peu changé la donne. Au lieu d'une croissance de 0,6%, il progresse seulement de 0,3% sur l'année 2023. En soi, c'est un meilleur résultat que ce qui était redouté début 2023. En ce début d'année 2024, le tableau est contrasté pour l'économie britannique. Les PMI de janvier font état d'un marasme persistant dans l'industrie, un secteur où les entreprises rapportent une dégradation de la situation de la chaîne logistique pour la première fois depuis janvier 2023. Côté tertiaire, la progression se poursuit. D'après l'enquête de GfK, les ménages n'ont pas été aussi confiants en l'avenir depuis début 2022. Inflation plus faible et hausse des salaires réels en sont les facteurs clés. Mais tous les voyants ne sont pas au vert en matière de consommation. L'ampleur et le moment choisis par la Banque d'Angleterre pour de premières baisses de taux tant attendues sont plus incertains qu'ailleurs. En effet, l'inflation britannique reste forte et volatile. De plus, le marché du travail a connu un coup de froid au second semestre 2023. L'emploi a stagné et le nombre de postes vacants a reculé, avec un faible impact sur le taux de chômage jusqu'ici cependant. *In globo*, nous prévoyons, notamment au 1^{er} semestre 2024, une faible croissance puis, conséquence des premières baisses de taux, une accélération.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,7%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Nouvelle hausse surprise de l'inflation britannique en décembre (de 3,9% à 4,0%). L'inflation sous-jacente stagne à 5,1%, au lieu du recul prévu. Tandis que l'inflation des prix des marchandises a nettement reculé, celle des services affiche 6,4%. Certes, la très forte volatilité des prix dans le secteur du voyage y a contribué, mais les chiffres de décembre ont quelque peu perturbé les prévisions de baisses de taux de la Banque d'Angleterre.

Chine Pression déflationniste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,5%	2024 : 4,6%
2025 : 4,4%	2025 : 4,3%

En 2023, la croissance chinoise progresse de 5,2%, conformément à nos prévisions et au-delà de l'objectif du gouvernement d'« environ 5% ». Cependant, les données sous-jacentes révèlent quelques faiblesses. Ainsi, les prix macroéconomiques subissent leur plus long repli depuis 1999. Le déflateur du PIB – à savoir la différence entre le PIB nominal et le PIB réel – se contracte pour le troisième trimestre de rang, signe que l'économie est sous pression déflationniste. Il y a deux raisons majeures à cela. Primo, la faiblesse persistante du secteur immobilier. Secundo, la morosité des ménages, déclenchée par le repli du marché résidentiel. Nous estimons que la fragilité du marché immobilier va continuer de peser sur l'économie cette année, car le gouvernement vise un nouveau recul de l'investissement afin d'y rétablir l'équilibre. Le volume de transactions devrait donc aussi être limité, car la confiance dans le secteur n'est pas simple à restaurer. Par conséquent, nous abaïssons notre prévision de PIB pour 2024 à 4,5%. A 4,4% pour 2025, elle est légèrement supérieure à celle du consensus, car nous pensons que si l'investissement immobilier va certes ralentir, la demande se sera stabilisée d'ici là, ce qui devrait avoir un effet positif sur le climat de confiance général.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%
2025 : 1,9%	2025 : 1,7%

L'an dernier, la Chine a souffert d'une pression déflationniste, pour diverses raisons. D'une part, une demande globalement faible, limitant le pouvoir de fixation des prix des entreprises. De l'autre, un fort repli du prix de la viande de porc et des prix des matières premières en baisse. Pour l'année qui vient, nous prévoyons une stabilisation des deux derniers facteurs cités, ce qui devrait ramener l'inflation en territoire positif.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Février 2024

Taux d'intérêt et obligations

Différents problèmes, une même solution

Etats-Unis

- Le rendement des bons du Trésor à 10 ans signe +15 points de base (pb) en janvier, alors que les écarts de crédit d'entreprises se sont encore resserrés (-4 pb). Ces niveaux d'écarts sont inédits depuis que la Fed a entamé son cycle de relèvement.
- Les acteurs du marché prévoient la première baisse de taux d'ici mai, avec un ajustement dès mars probable à 50% (toutes les données de cette page datent du 30 janvier).

Zone euro

- Si les écarts de crédit dans l'UEM restent plus élevés qu'outre-Atlantique, ils refont progressivement leur retard : -9 pb en janvier, alors que le rendement des Bunds à 10 ans signe +18 pb.
- La BCE maintient ses taux inchangés, mais entrouvre la porte à des baisses cet été. Le marché anticipe une potentielle baisse dès le mois d'avril.

Royaume-Uni

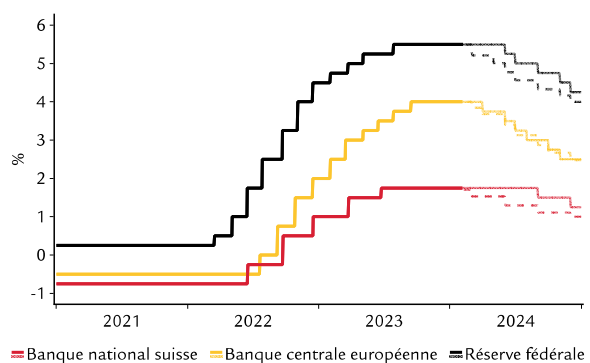
- Le rendement des gilts à 10 ans a bondi de 34 pb en janvier, et les écarts de crédit se sont resserrés de 7 pb, au niveau le plus bas en deux ans.
- Le PMI composite est revenu en territoire positif, et avec la réaccélération surprise de l'inflation à 4%, la pression monte sur la Banque d'Angleterre pour qu'elle reporte son cycle de baisse. La prévision de première baisse en juin est donc compromise.

Suisse

- Comportement différent des marchés helvètes : les rendements des emprunts à 10 ans stagnent à un faible 0,8% et les écarts de crédit d'entreprises s'inscrivent à tout juste 83 pb.
- Le taux d'inflation est resté dans la fourchette cible de la BNS de 0% à 2% depuis juin 2023. Combinés à de faibles PMI et à un franc fort, ces facteurs pourraient amener la BNS à envisager une première baisse de taux plus tôt que celle que nous prévoyons en septembre.

Prévisions de trajectoires des banques centrales

Taux directeurs, y compris prévisions de Swiss Life Asset Managers (lignes étroites) et attentes du marché (lignes pointillées)



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : janvier 2024

L'inflation baisse encore sur les marchés développés et même si elle reste supérieure aux 2% dans de nombreuses économies, les banques centrales s'apprentent à baisser les taux. Etonnamment, les marchés prévoient un mouvement plutôt synchrone, anticipant des baisses d'environ 100 pb aux Etats-Unis, en zone euro et au Royaume-Uni en 2024. La BNS est un cas particulier : les marchés attendent 50 pb de baisse en 2024, depuis un niveau relativement bas toutefois. Cette anticipation semble quelque peu incohérente, eu égard aux dynamiques économiques variées des différentes régions. Le PIB affiche une très faible croissance en zone euro, au Royaume-Uni et en Suisse, tandis que l'inflation a nettement décliné ces derniers mois. En Suisse notamment, elle est dans la fourchette cible depuis juin 2023. A l'inverse, l'économie américaine est restée solide au 2^e semestre 2023 et l'inflation tenace, supérieure à 3% en glissement annuel ces sept derniers mois. Les coûts du fret et les prix du pétrole, exacerbés par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, ainsi que la récente détente côté financement, pourraient raviver l'inflation, semant le doute sur les baisses de taux attendues. Dans ce contexte, nous adoptons une position neutre, mais préférons les taux européens à leurs homologues américains. De plus, le risque de crédit européen semble plus intéressant, avec des écarts qui restent assez importants par rapport aux américains.

Actions

Un début d'année étonnamment bon

Etats-Unis

- Le marché américain signe +1,5% en janvier. Les titres des *Magnificent 7* (+1,8%) sont à nouveau l'élément clé de cette performance. Avec l'appréciation de l'USD, la performance en CHF a été bien supérieure (+4,0%).
- La saison des résultats commence à peine. Le pourcentage de sociétés de S&P 500 livrant de bonnes surprises est inférieur à la moyenne. Les bénéfices agrégés publiés par les entreprises sont en deçà des attentes.
- La valorisation du marché américain reste bien supérieure aux moyennes historiques, et bien plus élevée que celle des autres marchés.

Zone euro

- Ce marché signe +2,2% en janvier 2024.
- La saison des résultats commence à peine. SAP, la plus grande entreprise technologique d'Europe, a publié de bons résultats et annoncé une réorganisation.
- D'une perspective à plus long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante. Selon la métrique utilisée, la valorisation relativement au marché américain est au plus bas.

Royaume-Uni

- Hormis les marchés émergents, le marché britannique est le seul à afficher un recul jusqu'ici cette année (-1,2%).
- Sa valorisation la plus faible et son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées (4,1%) lui profitent toujours. Mais nous pensons qu'il constitue actuellement un « piège de la valeur »

Suisse

- Début d'année positif avec une performance de 1,6%.
- Roche excepté, les poids lourds démarrent bien l'année et Lonza a progressé de plus de 20%.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain (voir graphique).

Marchés émergents

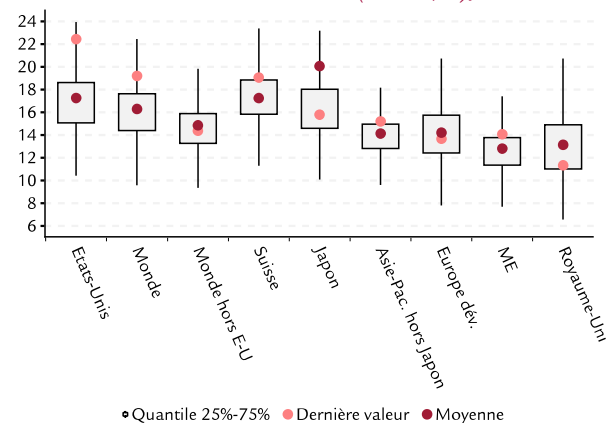
- En signant -4,6% en janvier, les marchés émergents sous-performent encore.
- Comme l'an dernier, l'entrave vient du marché chinois des actions, en repli de 10,6% en USD. Le marché ne semble toujours pas croire aux efforts du pouvoir central pour dynamiser l'économie.

Marché suisse des actions : rétrospective et perspectives

Les titres des grandes capitalisations suisses ont gagné seulement 3,8% en 2023, contre 13% pour les actions mondiales exprimées en CHF. Les petites capitalisations suisses sont alignées sur les grandes, leurs homologues mondiales signant un rendement total de 5%. Des facteurs liés aux entreprises et l'allocation sectorielle unique expliquent la nette sous-performance du marché suisse (des grandes capitalisations) en 2023. Au plan des entreprises, les deux poids lourds (30% de l'indice), à savoir Roche et Nestlé, ont reculé de 13% et de 6% respectivement. Les 70% restants de l'indice auraient dû signer +23% pour suivre le rythme des actions mondiales : un tour de force vu la très faible exposition du marché aux meilleurs élèves, à savoir les secteurs de l'IT et des services de communication. Au plan mondial en 2023, ces derniers ont livré un rendement de 40% à 45% exprimé en CHF, mais ne pèsent que 2% du SPI. Peu en vue, la santé et les biens de consommation de base (poids combiné d'environ 50% de l'indice en Suisse) ont cédé environ 5% l'an dernier au niveau mondial.

Notre prévision pour le marché suisse (petites et grandes capitalisations) est positive pour 2024. Les rendements totaux des actions des marchés développés devraient tutoyer 5%. Avec un 1^{er} semestre plutôt faible, les titres défensifs au rendement du dividende correct pourraient briller. De plus, la prime relative de valorisation du marché suisse est raisonnable. Dans son historique propre, elle se situe à l'extrémité supérieure de la fourchette neutre. Nous recommandons d'investir dans les indices SPI et SPI Extra pour exploiter pleinement le potentiel du marché suisse et améliorer la diversification sectorielle.

Valorisation des actions mondiales (ratio P/E), 2004-2024



• Quantile 25%-75% • Dernière valeur • Moyenne

Sources : Swiss Life Asset Managers, Macrobond, Bloomberg. Dernier point de données disponible : 29.12.2023

Devises

Patience de la Fed et données positives portent l'USD

Etats-Unis

- Bon début d'année pour l'USD, s'appréciant face à la plupart des devises des marchés développés et émergents.
- Nous renouvelons notre avis positif sur le billet vert (voir texte principal à droite). La réunion de janvier de la Fed, où Jerome Powell a écarté l'idée d'une première baisse de taux en mars, renforce notre prévision où elle interviendrait en été comme scénario plus probable. Selon nous, ce message élimine une part des risques de baisse de l'USD à court terme.

Zone euro

- L'EUR cède 2% à l'USD en janvier, mais s'apprécie à la marge face au CHF, et plus fermement face à la NOK et à la SEK.
- Croissance atone, baisse de l'inflation et donc besoin d'assouplissement monétaire augurent d'un EUR faible en 2024.

Royaume-Uni

- Les données économiques meilleures que prévu et un rebond surprise de l'inflation ont fait gagner 1,7% à la GBP face à l'EUR, alors qu'elle est restée globalement stable face à l'USD.
- La paire GBP/USD devrait toutefois reculer un peu en février, concordant avec notre prévision d'un USD généralement fort.

Suisse

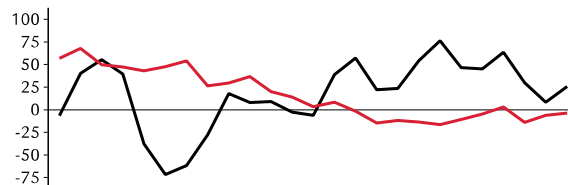
- La trajectoire d'appréciation du CHF a cessé en janvier ; pondéré des échanges, il cède 0,7% sur le mois. Dans un interview, le président de la BNS, Thomas Jordan, a indiqué que la force du franc préoccupait son institution, ce qui a pu contribuer à la dépréciation du CHF.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF et positifs sur la paire USD/CHF en février.

Japon

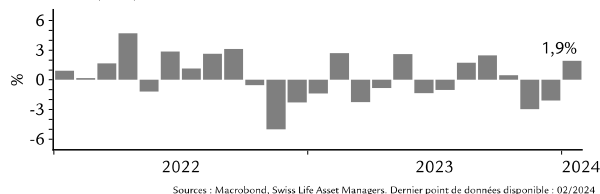
- Le JPY cède 4% à l'USD en janvier, la Banque du Japon restant attentiste et les données d'inflation de la région de Tokyo surprenant fortement à la baisse.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux.

Economie américaine et billet vert dominant janvier 2024

Etats-Unis : indice Citi de surprise économique (noir) et inflationniste (rouge)



Indice USD (DXY) : variation mensuelle en %



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données disponible : 02/2024

L'USD a terminé 2023 en mode mineur. Le net repli des rendements des bons du Trésor et le revirement accommodant de la Fed en décembre ont pesé sur le billet vert. Les données économiques américaines ont encore livré de bonnes surprises, mais moins qu'au 3^e trimestre (voir graphique). Or, concordant avec nos prévisions, l'USD a signé son retour en janvier, l'indice DXY (l'USD face à un panier de six devises de marchés développés) gagnant 1,9% sur le mois. Pour une fois, les attentes de politique monétaire n'ont pas été le facteur clé. Certes, les prévisions trop optimistes du marché concernant les baisses de taux directeur ont été quelque peu abaissées. Mais cela a aussi été le cas pour d'autres banques centrales, pour qui les prévisions étaient un peu trop excessives en début d'année. Trois facteurs ont probablement joué en faveur du billet vert en janvier. Le premier est technique : fin 2023, la position spéculative était très courte en USD et longue en EUR. Une part de ces positions ayant été réduite en janvier, l'USD en a profité pour rebondir après deux mois moroses. Ensuite, les données économiques, notamment la première estimation de croissance du PIB au T4 2023, ont encore livré une bonne surprise. L'indice Citi des surprises économiques a ainsi rebondi, et l'idée d'une économie américaine plus solide qu'ailleurs début 2024 s'est renforcée. Enfin, et ce point est capital, le différentiel de taux d'intérêt, ou avantage de carry, a favorisé un USD fort. Ces deux derniers facteurs vont sûrement perdurer à court terme ; nous réitérons donc notre avis positif sur le billet vert.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Perspectives

Allocation d'actifs

Février 2024 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Début d'année contrasté

Aperçu

Un bon début d'année pour les actions, alors qu'il est au mieux mitigé pour le revenu fixe. A nouveau, l'espoir d'une politique monétaire plus souple et, paradoxalement, en un sens, la prévision d'une solide croissance économique, l'expliquent. La réaction immédiate à la réunion de janvier de la Fed laisse penser que les investisseurs commencent à se rendre compte que leurs prévisions optimistes vont se heurter à la réalité.

Taux d'intérêt et obligations

- En janvier, les investisseurs semblaient inquiets de la solidité de la croissance, avec taux en hausse (rendements obligataires négatifs) et contraction des écarts de crédit.
- Ces derniers sont serrés en comparaison historique. Même si les entreprises se sont déjà refinancées et sont moins exposées aux taux élevés actuels, les faillites devraient se multiplier et les écarts se creuser. Nous restons donc prudents.
- Les obligations en CHF ont suivi la même trajectoire qu'ailleurs dans le monde. Les avantages relatifs de ce marché s'estompant, ces titres devraient signer une performance identique au marché global, voire le sous-performer légèrement.

Actions

- Belle tenue des marchés des actions développés en janvier. Le Japon arrive en tête, grâce au fort intérêt des investisseurs chinois. En sous-performance, le marché britannique ferme la marche.
- La zone euro, probablement plus avancée dans le cycle économique et où la BCE devrait baisser les taux plus tôt, se classe au second rang des grands marchés.
- Les actions des marchés émergents ont peiné, notamment du fait de la situation économique et politique en Chine et en Amérique du Sud.
- Les marchés scrutent encore d'imminentes baisses de taux directeurs et une forte croissance des bénéfices comme facteurs clés. Nous en doutons, et à court terme, les investisseurs seront déçus.

Les marchés en attendent-ils trop des banques centrales ?

Etonnamment solides en 2023, la plupart des marchés des actions développés ont bien entamé 2024, là où le revenu fixe a été relativement faible en janvier. En creux, est-ce que les différentes classes d'actifs anticipent des évolutions de marché différentes ? Et si oui, qui a raison ? Etudions les scénarios possibles et leur potentielle influence sur les classes d'actifs.

	Inflation en baisse modérée		Inflation stable		Inflation accélérant modérément	
	Croissance plus faible	Croissance plus élevée	Croissance plus faible	Croissance plus élevée	Croissance plus faible	Croissance plus élevée
Obligations gouvernementales	Positif	Négatif/neutre	Positif	Négatif	Neutre/négatif	Négatif
Obligations d'entreprises	Négatif/neutre	Neutre/positif	Positif/neutre	Négatif/Neutre	Négatif	Négatif/neutral
Actions	Négatif	Positif	Négatif	Positif	Négatif	Neutre/positif

Source : Swiss Life Asset Managers

Quel que soit le scénario, l'évolution du marché en janvier est cohérente avec une croissance attendue plus élevée. Si nos économistes estiment que le creux sera atteint cette année, il faudra attendre sûrement deux à trois trimestres. Le rebond nécessitera l'intervention des banques centrales, qui accepteront de baisser les taux uniquement si l'inflation est bien ancrée et que la croissance ralentit. Leur objectif d'inflation est atteint ou en passe de l'être. Mais la croissance reste trop forte pour que ces institutions, surtout la Fed, envisagent des baisses imminentes. Selon nous, les marchés financiers sont trop optimistes quant au calendrier de celles-ci.

Allocation d'actifs : avis actuels

Les actions sont chères, surtout aux Etats-Unis, et les prévisions de bénéfices très élevées. Une correction aurait un retentissement mondial à court terme, alors que d'autres marchés affichent une valorisation plus attractive. Les actions ne nous paraissent donc pas attrayantes. Les taux réels restent élevés, alors que les écarts de crédit approchent leur plus faible niveau depuis des années. Nous préférons donc les obligations d'Etat à la dette d'entreprise et aux 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
X @Homberger_A

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research

Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

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