

Perspectives annuelles 2023

A retenir

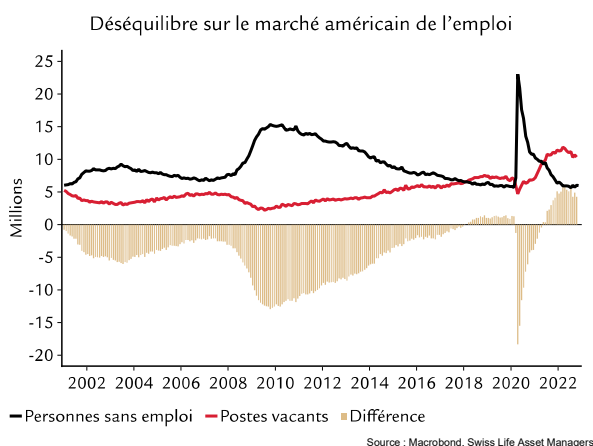
- Zone euro : légère récession hivernale, puis léger rebond ; baisse de l'inflation, mais pas sous les 2%
- Etats-Unis : légère récession dès le 2^e trimestre, faible hausse du chômage, inflation en baisse
- Chine : reprise cyclique anticipée grâce à l'abandon de la stratégie zéro covid

Prévisions comparées

| | Croissance du PIB 2022 | | Croissance du PIB 2023 | | Inflation 2022 | | Inflation 2023 | |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus |
| Etats-Unis | 1,9% | 1,9% | 0,2% | 0,2% | 8,1% | 8,1% | 3,9% | 4,1% |
| Zone euro | 3,3% | 3,2% | 0,0% | -0,1% | 8,5% | 8,5% | 6,2% | 6,3% |
| Allemagne | 1,8% | 1,7% | -0,6% | -0,7% | 8,1% | 8,3% | 6,0% | 7,0% |
| France | 2,5% | 2,5% | 0,3% | 0,1% | 5,3% | 5,5% | 4,9% | 4,7% |
| Royaume-Uni | 4,3% | 4,4% | -1,0% | -1,0% | 9,0% | 9,0% | 7,2% | 7,3% |
| Suisse | 2,1% | 2,1% | 0,8% | 0,5% | 2,9% | 2,9% | 2,1% | 2,3% |
| Japon | 1,5% | 1,5% | 1,1% | 1,3% | 2,5% | 2,4% | 1,9% | 1,8% |
| Chine | 3,1% | 3,1% | 4,9% | 4,5% | 1,9% | 2,1% | 2,2% | 2,4% |

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 5 décembre 2022

Graphique de l'année



La durée et la vigueur des hausses des taux que devra effectuer la Fed seront la clé des perspectives économiques et financières, tout comme l'éventuelle possibilité de baisser les taux dès fin 2023. Cela dépendra du marché américain du travail, dont les chiffres sont toujours solides et où l'écart entre les postes vacants et le nombre de chômeurs crée une pression sur les salaires. Ce marché de l'emploi cherche toutefois à rattraper une conjoncture qui s'essouffle déjà. Nous prévoyons donc une légère hausse du chômage et un relâchement de la pression sur les salaires, en particulier au 2^e semestre, dans le sillage d'une récession américaine, même légère.

Economie mondiale 2023 en cinq thèses

1. Une faible récession

La crise énergétique provoque déjà une récession dans certains pays européens, mais nous sommes plus optimistes que le consensus, du fait notamment du contrebraquage de la politique fiscale. Des taux plus élevés et des effets de richesse négatifs feront, comme en 2001, le lit d'une légère récession américaine, sans crise bancaire ni du crédit selon nous.

2. Une récession avec peu de chômage

La récession étant plutôt légère et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, plutôt structurelle globalement, le chômage ne devrait croître que légèrement, surtout en Europe. En cas de reprise, la pression salariale sera à nouveau sensible, de sorte que les taux devraient rester supérieurs à leur niveau pré-covid.

3. Retour en force de la Chine

La Chine a mis fin à sa politique zéro covid, ce qui devrait mener à une reprise cyclique à partir du 2^e trimestre 2023. Le taux de vaccination insuffisant de la population entraînera toutefois une phase de transition chaotique, avec une faible demande de l'étranger qui devrait peser sur les exportations.

4. Pic d'inflation, plus grande liberté pour les banques centrales

Le renchérissement annuel devrait nettement ralentir courant 2023, mais restera supérieur aux objectifs des banques centrales. Aux Etats-Unis, les yeux sont rivés sur les prix des services. En Europe, ceux de l'énergie devraient rester élevés et volatils, alimentant un certain effet de second tour. Le recul de l'inflation et le ralentissement conjoncturel nous rapprochent du terme du cycle de relèvement des taux. Vers la fin 2023, certaines banques centrales pourraient même procéder à des baisses de taux.

5. Un peu plus de certitudes

Sans allègement des sanctions ni nouvelle livraison de gaz russe en vue, la politique européenne se tourne vers le développement des énergies alternatives. Le calendrier électoral 2023 est vide dans les pays du G7, ce qui limite encore les risques politiques.

Suisse Ralentissement sans récession

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 2,1% | 2022 : 2,1% |
| 2023 : 0,8% | 2023 : 0,5% |

Nous nous rallions à l'avis du consensus : la Suisse ne connaîtra pas de récession en 2023. Autour du Nouvel An toutefois, un ralentissement sensible de la dynamique conjoncturelle se profile. Ainsi, l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO affiche une tendance au repli depuis le début du 4^e trimestre 2022. Les thèses deux et trois exposées ci-contre sont particulièrement significatives pour la Suisse. Malgré la récession qui se profile en Europe voisine, le taux de chômage suisse a ainsi encore baissé en novembre. Situé à 2,0% actuellement, il devrait progresser légèrement en 2023, à 2,1%. Le retour en force attendu de la Chine devrait donner de l'élan à l'économie helvète. Jusqu'au début de la pandémie, aucune économie développée n'exportait davantage vers ce pays par rapport à son produit intérieur brut. En moyenne, entre 2015 et 2019, plus de 8% des exportations suisses étaient destinées à la Chine. Côté risque, la sécurité d'approvisionnement en électricité est à la rigueur le seul point d'interrogation. Si l'hiver devait effectivement entraîner une pénurie en France, celle-ci pourrait rendre nécessaires de plus larges interventions en Suisse également.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 2,9% | 2022 : 2,9% |
| 2023 : 2,1% | 2023 : 2,3% |

Depuis août 2022, le taux d'inflation est passé de 3,5% à moins de 3,0% en fin d'année. La répercussion sur la facture des ménages de la hausse du prix de l'électricité à partir de janvier 2023 va faire de nouveau augmenter le renchérissement annuel. Nous prévoyons un retour à une inflation à 3,3% lors de ce mois-là ; ensuite, le renchérissement baissera sensiblement. Au 3^e trimestre 2023, le taux d'inflation devrait retrouver sa fourchette cible de la BNS, entre 0% et 2%.

Etats-Unis

Une faible récession

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 1,9% | 2022 : 1,9% |
| 2023 : 0,2% | 2023 : 0,2% |

Peu d'économistes ont su prévoir les récessions américaines passées. Il est d'autant plus étonnant que presque tous, nous compris, en prévoient une pour 2023. En termes de « scénario », nous nous basons sur une récession légère, comme celle qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet. Comme à l'époque, la Fed a étouffé le boom des marchés financiers en 2022 avec des taux d'intérêt élevés. Après les actions et les obligations, c'est au tour des prix de l'immobilier, la valeur patrimoniale majeure des ménages américains, de baisser. Ces effets de richesse négatifs, associés aux taux en hausse du crédit à la consommation, affaibliront cette dernière en 2023, alors qu'elle était encore robuste dernièrement. Nous pensons que le PIB engagera la marche arrière à partir du 2^e trimestre, ce qui pourrait faire augmenter le taux de chômage au plus tard à compter de juin (voir « Graphique de l'année » à la page 1). Mais si notre prévision d'une légère récession se révèle juste, cette hausse sera limitée, notamment pour des causes structurelles (pénurie de main-d'œuvre qualifiée). Le principal risque reste que la banque centrale doive serrer la vis plus que prévu, et déclenche ainsi une crise financière (p. ex. sur les marchés du crédit) et une récession plus aiguë.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 8,1% | 2022 : 8,1% |
| 2023 : 3,9% | 2023 : 4,1% |

Selon nous, le repli de l'inflation engagé va continuer en 2023, grâce à la baisse des coûts de transport, à un cycle des stocks de biens de consommation, à un marché immobilier qui ralentit et enfin, à une consommation plus faible. L'effet du principal facteur d'inflation – les coûts salariaux – devrait s'essouffler en cours d'année en raison de la dégradation attendue du marché du travail. Nous tablons sur une inflation en baisse et inférieure à 3% en 2023.

Zone euro

Un peu plus de certitudes

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2022 : 3,3% | 2022 : 3,2% |
| 2023 : 0,0% | 2023 : -0,1% |

Le 1^{er} janvier 2023, la zone euro accueillera un nouveau membre : avec la Croatie, c'est un pays solide sur le plan budgétaire qui fait son entrée dans l'Union monétaire, si l'on se réfère au critère de dette publique de 60% du PIB. En Europe en particulier, retrouver des certitudes de planification par rapport à 2022 sera la clé pour éviter une récession plus sérieuse. Les données à haute fréquence sont aujourd'hui suffisantes pour suivre en temps réel l'approvisionnement énergétique de l'Europe. Le froid de décembre a rappelé que les réserves de gaz européennes seront partiellement vides à la fin de l'hiver. Une récente étude de l'Agence internationale de l'énergie table, pour l'hiver 2023/2024, sur 10% à 15% de la demande européenne de gaz qui ne pourra pas être couverte par les nouveaux contrats d'approvisionnement et les importations de gaz naturel liquéfié. Améliorer l'efficacité énergétique et remplacer les sources d'énergie fossiles par des renouvelables restent donc crucial. Investisseurs et propriétaires immobiliers peuvent espérer de meilleures bases de planification avec la fin prochaine du cycle de relèvement de la BCE. Les coûts de financement et de l'énergie ont certes considérablement augmenté en un an, mais une nouvelle hausse considérable de ces facteurs de coûts par rapport aux conditions actuelles n'est envisageable que dans un scénario de crise.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 8,5% | 2022 : 8,5% |
| 2023 : 6,2% | 2023 : 6,3% |

En novembre 2022, 15 des 19 pays membres (pour l'heure) de l'UEM ont vu l'inflation refluer par rapport au mois précédent. Même si au 1^{er} trimestre 2023, les prix à la consommation pour les produits pétroliers, le gaz et l'électricité évolueront en ordre dispersé selon l'influence de la politique fiscale, la tendance se poursuivra le reste de l'année. Nous prévoyons une inflation d'environ 3% en fin d'année pour la zone euro.

Allemagne

Perte de compétitivité

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2022 : 1,8% | 2022 : 1,7% |
| 2023 : -0,6% | 2023 : -0,7% |

L'Allemagne est bel et bien en récession et, parmi les poids lourds de la zone euro, elle devrait connaître la plus forte chute de croissance cet hiver. Cependant, nous prévoyons un rebond modéré à partir du 2^e trimestre 2023. La Chine représente un risque bicéphale : d'une part, l'industrie automobile devrait profiter du rebond cyclique et de la normalisation logistique. Mais d'autre part, une plus forte demande chinoise en énergie pourrait faire encore augmenter les prix de l'énergie et peser davantage sur les industries très gourmandes en la matière (métallurgie, papeterie, chimie, bois), soit 30% de la production industrielle allemande. A moyen terme, le secteur secondaire allemand sera moins compétitif et souffrira de l'externalisation d'une certaine production très consommatrice d'énergie. Malgré la dégradation économique, nous n'attendons pas de nouvelle forte hausse du chômage. L'intégration de réfugiés ukrainiens aux statistiques a également influencé la hausse de 5,0% à 5,6% jusqu'ici. D'après les enquêtes de la Commission européenne, les entreprises allemandes sont les plus touchées par la pénurie de main-d'œuvre qualifiée dans l'UE, et les mois à venir devraient voir le problème s'aggraver. Elles devraient donc licencier avec parcimonie.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 8,1% | 2022 : 8,3% |
| 2023 : 6,0% | 2023 : 7,0% |

En 2023, les prix de l'énergie resteront le principal facteur de risque inflationniste. Mais sur l'ensemble de l'année, la hausse devrait être bien moins forte qu'au cours des 12 derniers mois. Des effets de base alimenteront une moindre contribution au renchérissement annuel. L'effet de l'intervention publique sur les prix reste difficile à quantifier, mais elle devrait avoir un effet modérateur. Les effets de second tour dans les secteurs gourmands en énergie du secondaire et du tertiaire devraient empêcher l'inflation de descendre sous 3% en 2023, échouant à atteindre l'objectif de la BCE.

France

Redoux printanier après l'hiver ?

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 2,5% | 2022 : 2,5% |
| 2023 : 0,3% | 2023 : 0,1% |

Dans le concert des grandes nations de la zone euro, la France est la mieux placée pour éviter une récession début 2023. Même si au cours du 4^e trimestre 2022, les PMI du secondaire et du tertiaire de l'Hexagone ont affiché une dynamique ralentie, la demande intérieure reste solide. La question de l'approvisionnement énergétique pèse toutefois de tout son poids : la population est préparée, à titre préventif, à une éventuelle pénurie d'électricité. Pour l'éviter, l'exécutif mène une campagne d'appel aux économies d'énergie à destination de l'industrie et des ménages. Côté offre, les dernières semaines ont vu une nette hausse de la production d'électricité d'origine nucléaire, qui reste toutefois bien inférieure au niveau de l'an dernier. En France, l'année 2023 sera fortement marquée par des tournants politiques. Le gouvernement a déjà annoncé que la durée d'indemnisation chômage devrait être davantage corrélée au cycle conjoncturel. De plus, la réforme des retraites, sans cesse repoussée, se profile désormais. La gauche est vent debout face à ces deux réformes, il serait donc surprenant que l'opposition ne fasse pas entendre sa voix dans la rue plus tard cette année.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 5,3% | 2022 : 5,5% |
| 2023 : 4,9% | 2023 : 4,7% |

En France, il est possible que la perte de pouvoir d'achat due à la forte inflation entraîne des augmentations de salaire généralisées. Le pouvoir de fixation des prix des prestataires devrait donc rester considérable pour l'instant. L'incertitude règne toujours quant à la hausse de la facture d'électricité des ménages et des tarifs dans les transports publics. Considérant ces impondérables, nous échafaudons pour la France la thèse que le taux d'inflation atteindra un pic de 6,9% en février avant de retomber sous 3% en fin d'année.

Royaume-Uni

Ambiance morose

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2022 : 4,3% | 2022 : 4,4% |
| 2023 : -1,0% | 2023 : -1,0% |

Depuis le début de son mandat, le nouvel exécutif conduit par Rishi Sunak a quelque peu apaisé la situation politique britannique. A court terme, la politique fiscale offre un léger appui. Le nouveau gouvernement a maintenu un prix garanti de l'énergie pour 2022, ce qui devrait quelque peu amortir la récession imminente. Une béquille budgétaire qui sera réduite à partir d'avril 2023. Le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité sera ensuite relevé pour une durée d'au moins un an, à 3000 £ par ménage (contre 2500 £ actuellement), et l'aide aux ménages à faible revenu, réduite. Des hausses d'impôts ciblées sont également possibles en 2023, mais la majorité des mesures de durcissement budgétaire ont été reportées à la période 2025 - 2027. En revanche, les perspectives économiques restent sombres : le revenu réel disponible va encore baisser en 2023, l'inflation élevée, l'énergie toujours coûteuse et les taux d'intérêt en hausse vont peser sur la consommation. L'investissement des entreprises ne se présente pas mieux en 2023, en raison de la faible demande et de l'augmentation des coûts de financement. Par ailleurs, ralentissement de la conjoncture mondiale et restrictions persistantes liées au Brexit devraient peser sur les exportations. Nous abaïssons par conséquent notre prévision de croissance du PIB pour 2023, à -1,0%, contre -0,3% auparavant.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 9,0% | 2022 : 9,0% |
| 2023 : 7,2% | 2023 : 7,3% |

Nous avons dû relever notre prévision d'inflation, car la politique fiscale va moins amortir les coûts de l'énergie que prévu. Nous pensons que c'est outre-Manche que l'inflation va rester la plus tenace parmi les pays développés. La récession imminente devrait jeter un froid sur le marché du travail et donc ralentir quelque peu la croissance des salaires ; mais la pression salariale restera forte en raison de facteurs structurels (pénurie de main-d'œuvre qualifiée, Brexit).

Chine

Exit la politique zéro covid

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 3,1% | 2022 : 3,1% |
| 2023 : 4,9% | 2023 : 4,5% |

Le gouvernement chinois a annoncé un net assouplissement des restrictions, démontrant que la politique zéro covid a fait son temps pour endiguer le virus. Concrètement, le confinement de villes entières et les tests PCR quotidiens pour des millions de personnes sont désormais de l'histoire ancienne. Cet assouplissement intervient bien plus tôt et de manière bien plus importante que prévu, de sorte que le point de reprise conjoncturelle est avancé. Nous prévoyons donc un rebond de l'économie dès le 2^e trimestre 2023, mais le chemin pour y parvenir sera chaotique. Primo, seuls 40% de la population âgée de plus de 80 ans a reçu une dose de rappel ; l'objectif d'avoir administré au moins une dose de vaccin sur les deux, ou une dose de rappel, à 90% de cette catégorie d'âge d'ici fin janvier semble pour le moins ambitieux. La faible immunité de la population sera la clé de la vitesse d'assouplissement de la part des autorités locales, si une hausse du nombre de cas venait à mettre à mal le système de santé du pays. Secundo, si le relâchement dans la lutte contre le covid portera l'économie intérieure, l'environnement externe reste complexe et devrait peser sur les exportations du pays. Nous n'ajustons donc qu'à la marge notre prévision de PIB pour 2023, de 4,7% à 4,9%.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 1,9% | 2022 : 2,1% |
| 2023 : 2,2% | 2023 : 2,4% |

En 2022, l'inflation est restée à un niveau modeste en Chine en raison des mesures anti-covid toujours en place. Avec la réouverture attendue en 2023, l'inflation sous-jacente devrait rebondir quelque peu à partir du 2^e trimestre. Elle devrait toutefois rester à un niveau laissant le loisir à la banque centrale de maintenir sa politique monétaire souple.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



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



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



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

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

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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 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.

Perspectives annuelles 2023

A retenir

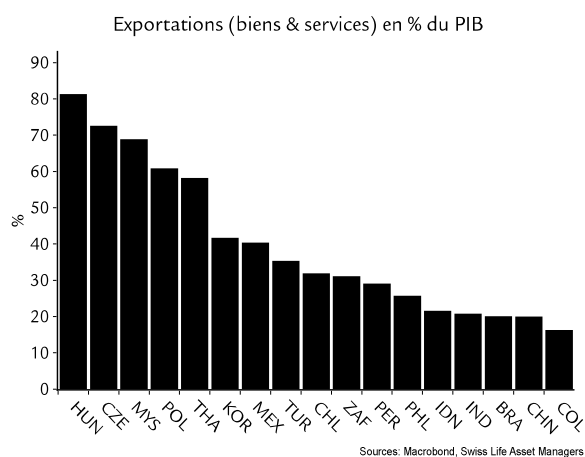
- Sitôt le cycle de relèvement de la Fed terminé, certains pays émergents assoupliront leur politique monétaire
- La Chine siffle la fin de sa politique zéro covid : reprise cyclique dès le 2^e trimestre 2023
- En lieu de démondialisation, « Chine + 1 » constitue la stratégie de diversification n° 1

En un chiffre

3,9%

En 2023, le FMI prévoit une croissance des pays émergents et en développement de 3,9% par rapport à 2022. Une donnée légèrement supérieure à la prévision de croissance de 3,7% pour cette année, mais nettement en deçà des taux habituels de cette région du monde. De fortes disparités régionales existent cependant : nous attendons une solide croissance pour l'Asie, supérieure à 5%, tandis que les pays émergents en Europe fermeront la marche, avec 0,6% de croissance prévue. D'autres particularités et dynamiques des différentes régions suivent en page 2.

En un graphique



La forte inflation, la hausse des taux et la crise énergétique plombent l'économie des deux côtés de l'Atlantique, menant à la récession, quand elle n'est pas déjà présente. Le repli de la demande mondiale se ressent désormais nettement dans les pays émergents. La Corée du Sud, le Mexique ou les pays d'Europe de l'Est, tributaires des exportations (voir « En un graphique »), enregistrent déjà un ralentissement. D'autres, en revanche, comme l'Inde ou l'Indonésie, sont plus tournés vers l'économie intérieure et moins durement touchés par la dynamique mondiale négative.

Des perspectives de croissance en ordre dispersé pour 2023

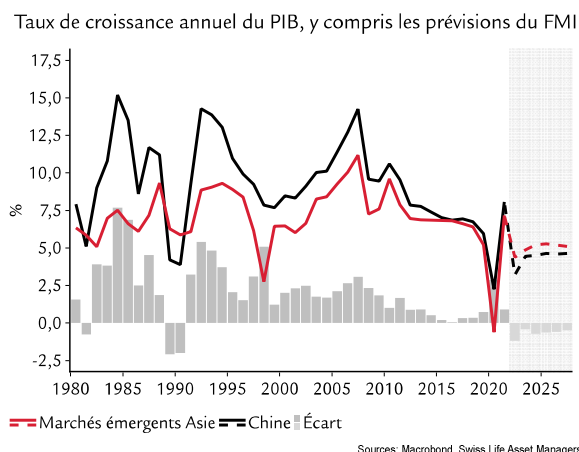
Les variations sont considérables selon les régions : en Asie par exemple, le FMI est optimiste et prévoit une croissance en hausse d'environ 5%. Plusieurs raisons président à ces solides perspectives dans un environnement où l'économie mondiale ralentit. L'inflation reste plus faible par rapport aux autres pays émergents, ce qui permet aux banques centrales d'effectuer des hausses de taux plus modérées. La demande intérieure reste donc résistante et, à l'exception de la Chine, va également être portée par une reprise durable après la pandémie. Par ailleurs, diverses économies asiatiques avec une part d'exportations plutôt faible en pourcentage du PIB sont moins exposées à la dynamique de demande mondiale négative. En parallèle, la réouverture de la Chine attendue pourrait donner un élan supplémentaire, même si celle-ci ne sera cette fois pas la locomotive de la croissance. Pour la première fois depuis 1990, la croissance chinoise devrait être inférieure à celle des autres pays émergents asiatiques (voir graphique 1). Les perspectives sont un peu moins roses en Amérique latine. La hausse des taux d'inflation a contraint les banques centrales à de vifs relèvements des taux d'intérêt, qui vont peser sur la demande intérieure. D'autres pays comme le Mexique ressentent le ralentissement de la demande américaine. A cela s'ajoute l'incertitude politique toujours élevée dans la région avec de nouveaux gouvernements populistes dans divers pays. Dans l'environnement politico-économique actuel, l'Europe de l'Est est particulièrement vulnérable. Cela ne tient pas seulement à la proximité avec la guerre, qui garde la température géopolitique

élevée. La région dépend fortement du cours de la croissance d'Europe occidentale, où la récession sévit déjà dans quelques pays. De plus, la pression des prix reste très élevée, avec des taux d'inflation à deux chiffres malgré de fortes hausses de taux d'intérêt des banques centrales. Cela pèse sur l'économie intérieure.

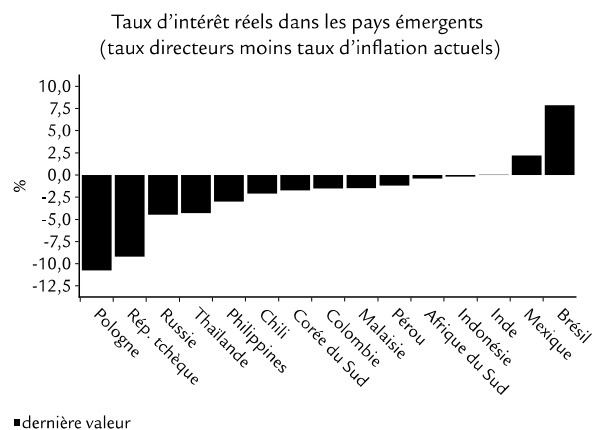
Possibilité d'assouplissement monétaire

Les banques centrales des pays émergents ont bien travaillé dans ce contexte de forte inflation. Elles ont devancé les relèvements de la Fed et ont nettement augmenté leurs taux directeurs au cours de l'année 2022. Certaines d'entre elles auront la possibilité de mettre un terme au cycle de relèvement, et des pays pourraient être en mesure d'effacer en 2023 une partie des relèvements effectués. C'est notamment le cas des économies latino-américaines, le Brésil en tête, dont la banque centrale a relevé les taux d'intérêt à plus de 13% et où les taux réels (taux nominaux corrigés de l'inflation) affichent plus de 7%. Elle pourrait ainsi être à même de procéder à une première baisse, *a fortiori* si la pression inflationniste reflue. D'autres pays devront être plus prudents. En Europe de l'Est, les taux d'inflation sont à deux chiffres, malgré la forte augmentation des taux. En termes réels, ils restent englués en territoire négatif. Les banques centrales asiatiques ont tardé à relever leurs taux, et ont donc peu de latitude pour les laisser au niveau actuel, voire les baisser, en particulier tant que la Fed poursuit son cycle de relèvement. Dès que cette dernière aura atteint son taux maximal, les premiers pays asiatiques comme l'Inde ou l'Indonésie

Graphique 1 : De bonnes perspectives pour l'Asie ; la Chine n'est plus la locomotive de la croissance



Graphique 2 : Taux réels élevés et inflation en baisse ouvrent la voie à des baisses de taux au Brésil



pourraient être en mesure d'assouplir leur politique monétaire.

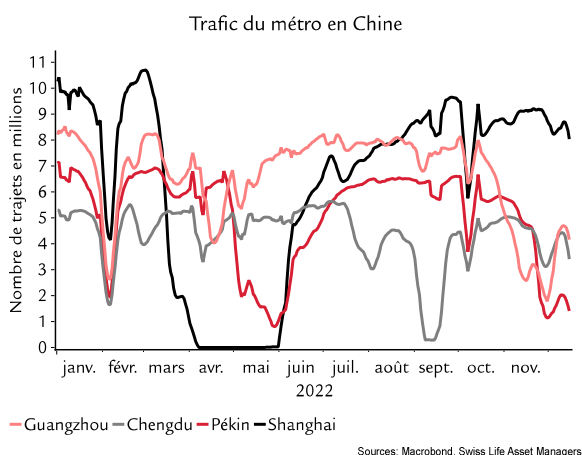
Chine : la politique zéro covid est dépassée

Le gouvernement chinois a annoncé un net assouplissement des restrictions, démontrant que la politique zéro covid a fait son temps pour endiguer le virus. Concrètement, le confinement de villes entières et les tests PCR quotidiens pour des millions de personnes sont désormais de l'histoire ancienne. Cet assouplissement intervient bien plus tôt et de manière bien plus importante que prévu, de sorte que le point de reprise conjoncturelle est avancé. Nous prévoyons donc un rebond de l'économie dès le 2^e trimestre 2023, mais le chemin pour y parvenir sera cahoteux. Primo, seuls 40% de la population âgée de plus de 80 ans a reçu une dose de rappel ; l'objectif d'administrer au moins une dose de vaccin sur les deux, ou une dose de rappel, à 90% de cette catégorie d'âge d'ici fin janvier semble pour le moins ambitieux. La faible immunité de la population sera la clé de la vitesse d'assouplissement de la part des autorités locales, si une hausse du nombre de cas met à mal le système de santé du pays. Secundo, si le relâchement dans la lutte contre le covid 19 va certes porter l'économie intérieure, l'environnement externe reste complexe et devrait peser sur les exportations du pays. Nous n'ajustons donc qu'à la marge notre prévision de PIB pour 2023, de 4,7% à 4,9%.

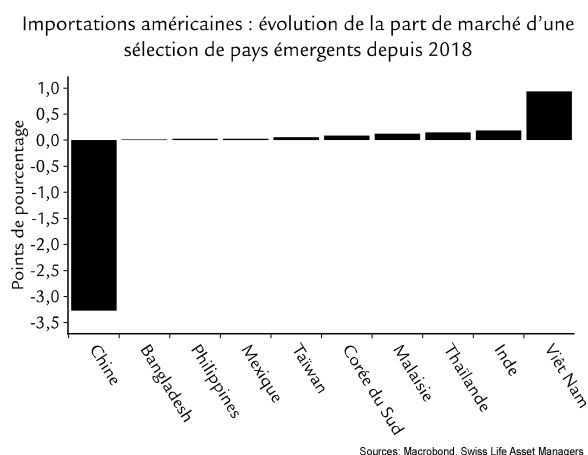
« Chine + 1 » en lieu de démondialisation

La pandémie a démontré l'importance de chaînes logistiques durables et diversifiées. De plus, les tensions entre Washington et Pékin et le risque politique accru pesant sur les affaires en Chine ont suscité des craintes croissantes d'une tendance de fond à la démondialisation, soit le rapatriement de la production de biens et services dans le pays d'origine. Des efforts en ce sens ont déjà été déployés pour certains composants stratégiques comme les semi-conducteurs. A plus grande échelle toutefois, aucune tendance à la démondialisation n'est visible. Le commerce mondial poursuit sa marche en avant, et les exportations depuis la Chine restent à un niveau très élevé. Néanmoins, des données d'enquêtes et indications anecdotiques signalent que de plus en plus d'entreprises souhaitent faire sortir leurs investissements de Chine et les orienter ailleurs. Cela étant, nous n'attendons pas d'émigration massive de sociétés hors de Chine, mais bien une assise plus diversifiée. La stratégie dite « Chine + 1 » devrait donc être la voie à suivre. Les derniers enseignements tirés du conflit commercial sino-américain pourraient donner un indice sur la destination de l'activité qui quitterait la Chine. Depuis 2018, année de l'introduction de barrières douanières sur les biens chinois, Pékin a perdu quelque 3% de part de marché des importations américaines. D'autres pays en ont profité, à commencer par le Viêt Nam (voir graphique 4).

Graphique 3 : La mobilité des Chinois va rebondir grâce à l'abandon de la politique zéro covid



Graphique 4 : La diversification hors de Chine profite à d'autres économies asiatiques



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, Aachenerstrasse 186, D-50931 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.

Perspectives annuelles 2023

Taux d'intérêt et obligations

Adieu TINA, longue vie à TIAA

Etats-Unis

- Resserrement de politique monétaire pour lutter contre une inflation historique, taux d'intérêt et écarts montant à l'unisson : les titres à revenu fixe ont connu la pire année de leur histoire en 2022.
- Pic d'inflation américaine sûrement passé, baisse de la volatilité des taux et de la pression sur ceux-ci annoncent un bon cru pour le crédit investment grade. Notre scénario de récession prévoit un creusement des écarts, mais l'évolution haussière de la classe d'actifs devrait rendre les rendements totaux attractifs en 2023.

Zone euro

- Le cycle de resserrement de la BCE est moins marqué que celui de la Fed, mais les écarts en Europe ont plus augmenté qu'aux Etats-Unis, du fait de la guerre et de la situation énergétique tendue.
- L'Europe est à la traîne dans la lutte contre l'inflation, avec un pic plus élevé et une croissance plus faible. Le crédit en EUR profite tout de même d'écarts plus importants et de rendements à couverture de change plus intéressants, pouvant attirer des capitaux et générer des rendements totaux positifs.

Royaume-Uni

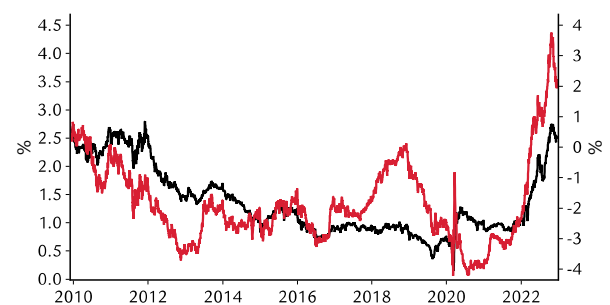
- La croissance plus faible et une interaction désordonnée entre les politiques budgétaire et monétaire ont fait des obligations d'entreprises britanniques la lanterne rouge de 2022.
- Pas de changement en vue en 2023, alors que la pénurie de main-d'œuvre pourrait maintenir l'inflation élevée. Le crédit britannique devrait donc sous-performer l'américain et l'europeen.

Suisse

- Malgré des rendements totaux négatifs, les obligations suisses ont surperformé l'essentiel des pairs en 2022, grâce à une notation et un contexte économique meilleurs, et surtout à une faible inflation qui pousse moins la BNS à serrer la vis.
- La politique monétaire pèse moins sur la croissance qu'ailleurs, portant le marché du crédit helvète.

Le crédit offre à nouveau un rendement intéressant

Différence des rendements des obligations d'entreprise et des rendements du dividende aux Etats-Unis et en Europe



— Obligation d'entreprise en USD moins S&P 500, éch. de g.
— Obligation d'entreprise en EUR moins Stoxx Europe 600, éch. de d.

Source : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Ces dernières années, l'absence d'alternative (TINA) était l'argument massue favorisant les actions face aux obligations. Ce n'est plus le cas. 2022, *annus horribilis* pour les investisseurs obligataires, a en revanche rendu de sa superbe au rendement du crédit investment grade. Dans le détail : 3,7% actuellement contre le creux de 0,1% mi-2021 (emprunts d'entreprise en EUR), 5,1% actuellement vs 1,7% fin 2020 (emprunts d'entreprise en USD). A titre de comparaison, le rendement du dividende sur le EUR Stoxx 600 et le S&P 500 est respectivement de 3,4% et 1,6%, avec une volatilité bien plus forte. Il y a donc une alternative aux actions (*TIAA, there is an alternative*). Si des écarts plus élevés sont possibles, le carry et la composante de taux du crédit sont une certaine couverture dans un contexte d'aversion au risque. De plus, les obligations d'entreprises ont de solides fondamentaux et la forte activité d'émission ces dernières années a repoussé un peu plus le besoin de refinancement. Le contexte actuel de forte croissance nominale est favorable aux émetteurs dont les revenus et bénéfiques montent avec l'inflation, à niveau de dette égal. Malgré la croissance économique réelle en berne, les fondamentaux pourraient s'améliorer. Pour les titres souverains, il y a le risque que le « pivot » de la Fed pourrait intervenir plus tard que prévu. Notre prévision : hausse du rendement obligataire et aplatissement des courbes, surtout au 1^{er} semestre.

Actions

Souffrir aujourd'hui, gagner demain

Etats-Unis

- Un marché américain baissier en 2022, la plus forte perte datant de mi-octobre (-24%). Depuis, le marché a rebondi et finit l'année sur un repli de 17% (toutes les données au 13 décembre). En devise locale, le marché américain a sous-performé l'euro-péen pour la première fois en plus de 10 ans.
- Mais sa valorisation reste bien supérieure à celle d'autres marchés développés et émergents. Elle est quasi neutre, celle des autres inférieure à leur moyenne historique.

Zone euro

- Malgré la guerre en Ukraine et ses conséquences, le marché des actions de l'UEM n'a cédé que 10% en 2022. Entre mi-octobre et mi-décembre, il a bondi de 14%.
- La valorisation est très attractive en tant que telle et également relativement au marché américain. La décote par rapport à ce dernier reste proche de son plus haut niveau historique.

Royaume-Uni

- Parmi les grands, le marché britannique est le seul qui devrait finir 2022 sur une performance positive (environ 7%).
- Comme les marchés du continent, sa valorisation est très attractive, et il affiche le plus fort rendement du dividende (quasiment 4%).

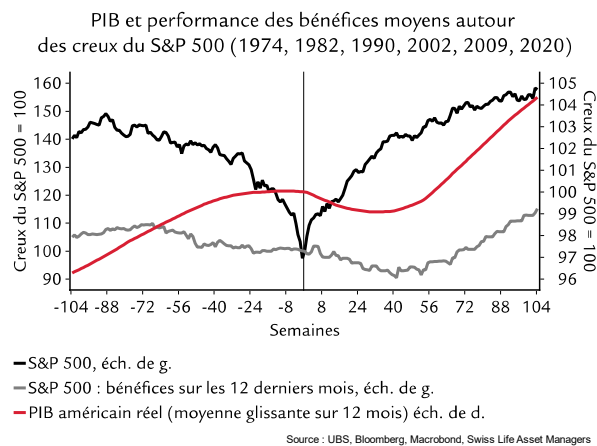
Suisse

- En 2022, le marché suisse des actions n'a pas pleinement profité de sa nature défensive, cédant 15% depuis janvier 2022. Principale raison à cela, la plongée des pharmaceutiques (entre -19% et -37%), hormis Novartis. De plus, les financières et certaines entreprises cycliques ont fortement sous-performé.
- Enfin, le marché suisse est relativement cher face à ses pairs.

Marchés émergents

- De tous les grands marchés, les émergents ont connu la pire performance en 2022 (-20%). La Chine, son marché immobilier, sa stratégie zéro covid et son incertitude politique ont pesé.
- Les marchés émergents sont intéressants en termes de valorisation. Un dollar plus faible pourrait soutenir le marché en 2023. Mais une surperformance notable passera par une levée des doutes entourant la Chine.

Rebond des actions en amont du rebond économique



Le passage à 2023 s'accompagne d'aspects positifs pour la classe d'actifs. Primo, les valorisations sont bien plus intéressantes. Secundo, le pic d'inflation est sûrement passé, et le cycle de relèvement pourrait être stoppé. La Fed devrait commencer à baisser les taux fin 2023. Tertio, les récents bénéfices résistent bien mieux qu'attendu. Quarto, le marché des actions atteint un plancher six à neuf mois avant l'économie (voir graphique). En supposant une récession américaine de six à neuf mois en 2023, nous serions donc près du creux du marché. Quinto, le sentiment très baissier est un contre-indicateur coutumier. Parmi les aspects négatifs figurent une récession et un repli correspondant des bénéfices qui n'est pas encore intégré. En moyenne, ils chutent de 15% pendant les récessions. En 2023, le consensus prévoit une croissance des bénéfices à un chiffre. Les valorisations sont certes bien plus faibles qu'il y a un an, mais supérieures au niveau des creux en récession. La vis monétaire se resserre, taux d'inflation et directeurs pourraient rester élevés plus longtemps que prévu. Quatrième contrariété, l'attractivité relative des actions face aux obligations a fortement baissé. Enfin, les risques géopolitiques demeurent importants. En conclusion, une position négative sur les actions ce prochain trimestre est justifiée, car les prix du marché ne reflètent pas pleinement les effets de la récession à venir. A moyen terme, les valorisations des actions afficheront un potentiel de rendement intéressant, conforme aux moyennes historiques. Nous pensons que des styles d'investissement tels que volatilité minimale et dividende élevé pourraient très bien tirer leur épingle du jeu.

Devises

Fin du super-cycle de l'USD en 2023 ?

Etats-Unis

- En 2022, le billet vert a connu une nouvelle année exceptionnelle. Parmi les grandes devises, seuls le réal brésilien et le peso mexicain affichent de meilleures performances, Brasilia et Mexico relevant leurs taux de manière plus agressive que la Fed pour contenir les risques d'inflation.
- Pondéré des échanges, l'USD devrait ralentir en 2023, au vu de la récession attendue et de la baisse de l'inflation, qui poussera la Fed à baisser les taux d'intérêt vers la fin de l'année (voir texte principal).

Zone euro

- L'EUR a cédé 6% à l'USD en 2022 (données au 15 décembre), mais a fait mieux que les devises nordiques et la GBP.
- L'UEM devrait connaître un cycle économique différent de celui des Etats-Unis en 2023. Nous attendons un certain rebond après la récession hivernale, avec un coup de pouce de la Chine. A cela s'ajoutent une inflation tenace et une BCE moins offensive que la Fed : les marchés ne devraient pas anticiper de baisses de taux dans la même mesure qu'aux Etats-Unis. Tous ces facteurs devraient favoriser l'EUR.

Royaume-Uni

- Malgré les remous politiques outre-Manche, la livre est restée dans une fourchette de change restreinte face à l'EUR en 2022.
- Il devrait en être de même en 2023. Nous sommes neutres sur la paire GBP/EUR et positifs sur la paire GBP/USD.

Suisse

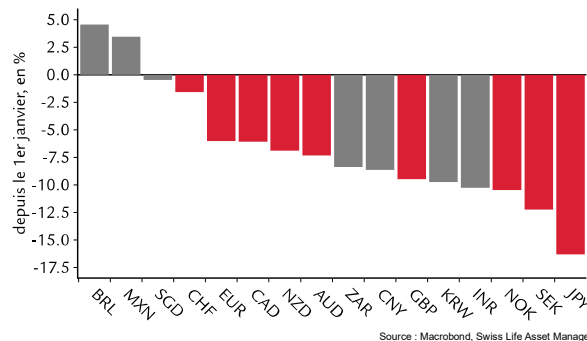
- En 2022, le CHF a cédé très peu de terrain à l'USD et s'apprécie de 5% pondéré des échanges.
- La BNS devrait bientôt mettre à un terme à son cycle de relèvement. Avec le potentiel rebond des devises cycliques comme la GBP et l'EUR en 2023 (voir ci-dessus), la paire EUR/CHF pourrait s'apprécier. La tactique opportuniste de vente de réserve de changes par la BNS limitera toutefois la hausse.

Japon

- Des grandes devises, le JPY est la lanterne rouge en 2022, la banque centrale nipponne s'entêtant avec sa politique monétaire ultra-expansionniste.
- En phase avec la prévision de faiblesse globale de l'USD, nous sommes négatifs sur la paire USD/JPY pour 2023.

2022 : hausse des taux d'intérêt entraîne un USD plus fort

Evolution en 2022 par rapport à l'USD d'un échantillon de monnaies des pays développés (rouge) et émergents (gris)



L'USD est le meilleur élève des devises des marchés développés en 2022 (voir graphique, données au 15 décembre), après un exercice 2021 déjà solide, ou le « roi dollar » ne s'inclinait que devant le CAD et le CNY. Ce super-cycle de l'USD a été alimenté par une solide économie pendant deux ans et une Fed parmi les banques centrales les plus déterminées à lutter contre l'inflation, en déployant le cycle de relèvement le plus rapide depuis le mandat de Paul Volcker. Nous pensons toutefois que ce cycle va prendre fin en 2023. Ces deux derniers mois, l'USD a nettement faibli, le marché retrouvant le goût du risque et révisant ses attentes de hausses de taux. Le mouvement récent était selon nous exagéré et à court terme, il existe des risques d'une réévaluation offensive de ces attentes et de faiblesse du marché des actions. Nous entamons la nouvelle année en étant neutres sur l'USD, mais prévoyons un nouvel affaiblissement du billet vert en cours d'année. Dès que l'économie américaine entrera en récession, le calendrier et l'ampleur des baisses de taux directeur devraient apparaître plus clairement. Les actifs risqués devraient alors retrouver la voie d'une reprise durable. La conjugaison d'un revirement de la politique monétaire américain et d'un goût du risque retrouvé pèsera sur le billet vert. Et ce d'autant plus que l'inflation restera une problématique en zone euro et au Royaume-Uni, des économies où le resserrement de politique monétaire est loin d'être exclu.

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

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, Aachenerstrasse 186, D-50931 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.

Allocation d'actifs

Les obligations d'entreprises bientôt visées

Résumé

- Après un mois de novembre propice, les marchés financiers ont moins apprécié le risque en décembre, en anticipation du risque accru de récession en 2023.
- Les actions ont donc faibli, et les rendements des obligations d'Etat ont fluctué autour des niveaux de novembre, même avec un léger resserrement des écarts.
- Les banques centrales ne devraient pas dévier de leur trajectoire de durcissement. Les valorisations élevées nous inquiètent, car le marché pourrait céder des gains récents et camper sur une position prudente. Nous avons toutefois réduit notre sous-pondération des obligations d'entreprises.

Taux d'intérêt et obligations

- Le risque accru d'une récession américaine à court terme a fait encore baisser les rendements à long terme, tandis que la politique monétaire aplatit ou inverse les courbes de taux.
- L'attractivité relative des obligations d'Etat en pâtit. Nous maintenons donc la pondération et la durée de ces titres inférieures aux niveaux stratégiques.
- Le resserrement des écarts de crédit a terni l'attractivité des obligations d'entreprises, mais le carry reste intéressant si la récession est modérée. Nous relevons donc la pondération de ces titres, tout en restant globalement sous-pondérés.

Actions

- Les prévisions de bénéfices ont baissé, sans refléter suffisamment le risque de récession.
- Les valorisations sont neutres mais pas bon marché ; les marchés ont donc besoin soit d'un virage à 180° de la politique monétaire à très court terme, soit d'une très bonne surprise côté bénéfices pour maintenir leur performance. Deux scénarios peu probables.
- Nous demeurons prudents et gardons pour l'heure l'exposition aux actions inférieure aux niveaux stratégiques.

Perspectives pour 2023

Taux d'intérêt et obligations : l'histoire montre que vers la fin du cycle économique, les rendements accélèrent, dépassent leur point d'équilibre, mais tendent ensuite à refluer lentement vers un nouvel équilibre. Les rendements des obligations d'Etat à 10 ans, déjà en baisse après le pic d'octobre 2022, ne devraient donc pas chuter bien plus en 2023, surtout vu l'inflation qui devrait être structurellement plus élevée que lors de la dernière décennie. La récession américaine attendue devrait faire se creuser les écarts sur tout le spectre du crédit en 2023. Mais les entreprises sont mieux positionnées que lors des récessions passées et les écarts sont actuellement à leur moyenne historique. Bien que nous attendions un rendement positif des obligations d'Etat et d'entreprises en 2023, nous préférons ces dernières, car leur carry est plus élevé. Les investisseurs devraient se tourner vers la dette émergente, vu le niveau des écarts et la normalisation de la politique monétaire mondiale qui la favorisera.

Actions : situation plus complexe ici : les valorisations sont neutres, voire négatives, mais le marché n'anticipe pas assez le risque de récession. Cela devrait alimenter la volatilité dans un premier temps, avec un potentiel de reprise plus tard en 2023. Les actions devraient donc générer un rendement légèrement positif sur l'année, mais nous la jugeons comme la moins intéressante ajustée du risque.

Immobilier : la classe d'actifs reste clé dans un portefeuille multiactifs. Les rendements plus élevés devraient limiter l'appréciation ces prochains trimestres, avec une évolution plus variable selon les secteurs et pays. Mais génération de revenu et résistance à l'inflation sont deux arguments de poids pour l'immobilier.

Les principaux risques sont une nouvelle hausse des prix de l'énergie, une politique monétaire trop restrictive ou une escalade des tensions sino-américaines qui pèseraient nettement sur les marchés et rendraient nos prévisions caduques.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@swisslife-am.com



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

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

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

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

Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 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.