

Janvier 2022

A retenir

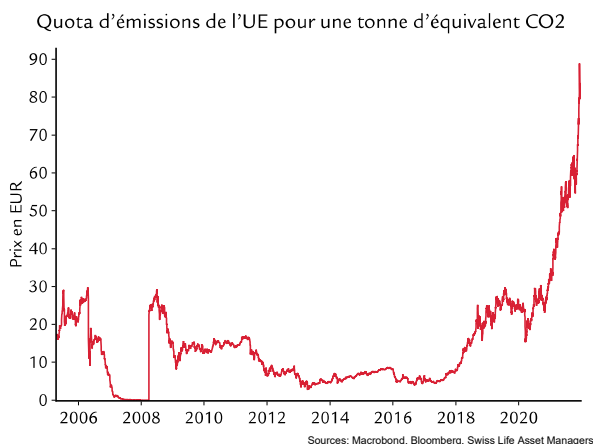
- Etats-Unis : une croissance du PIB positive au 4^e trimestre, mais Joe Biden est au plus bas dans les sondages
- Zone euro : risque accru d'accrocs temporaires dans la dynamique de croissance à cause d'Omicron
- L'inflation est à nouveau plus élevée qu'attendu, mais un recul reste prévu pour 2022

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2021		Croissance du PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	5,5%	5,6% ↑	3,4%	4,0%	4,7% ↑	4,6% ↑	4,3% ↑	4,2% ↑
Zone euro	5,2%	5,1% ↑	3,7%	4,2% ↓	2,6% ↑	2,5% ↑	2,4% ↑	2,5% ↑
Allemagne	2,9%	2,7%	3,6%	4,0% ↓	3,1%	3,1% ↑	2,5% ↑	2,7% ↑
France	6,8%	6,6% ↑	3,5%	3,8%	1,7% ↑	1,7%	1,9% ↑	2,1% ↑
Royaume-Uni	6,9%	7,0% ↑	4,2%	4,7%	2,5% ↑	2,5% ↑	3,7% ↑	4,1% ↑
Suisse	3,5% ↑	3,5% ↑	2,4% ↓	3,0%	0,5% ↓	0,5%	0,8%	0,8% ↑
Japon	1,7% ↓	1,8% ↓	2,1%	3,2% ↑	-0,3%	-0,2%	0,5%	0,7%
Chine	7,9%	8,0%	5,1%	5,1%	0,9% ↑	0,9% ↓	1,9% ↓	2,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 6 décembre 2021

Graphique du mois



Enfin un prix pour la décarbonation. La hausse du prix des quotas d'émissions dans l'UE s'explique en partie par le faible niveau actuel des réserves de gaz, dopant la production de charbon et la demande de quotas. Cette hausse révèle également que les marchés anticipent de plus en plus une politique climatique plus stricte, soit une réduction des quotas accordés par l'UE. Les entreprises concernées seront tentées de répercuter les frais supplémentaires sur le consommateur. L'étendue de cette « inflation verte » est pour l'heure difficile à quantifier.

Etats-Unis

Retour de la main-d'œuvre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,5%	2021 : 5,6%
2022 : 3,4%	2022 : 4,0%

Après le bref accès de craintes de stagflation (voir le précédent numéro des Perspectives), l'optimisme quant à la croissance est de retour aux Etats-Unis. Les chiffres du 4^e trimestre publiés jusqu'ici confirment notre hypothèse, à savoir que l'économie américaine a repris de la vigueur dans le secondaire comme dans le tertiaire. Le PMI non-manufacturier de l'ISM a même atteint un record de 69,1 points. La résorption progressive des difficultés d'approvisionnement et le retour de la main-d'œuvre sur le marché du travail rehaussent le tableau conjoncturel. En novembre, le taux de participation au marché du travail est passé de 61,6% à 61,8%, soit 1,1 million de personnes supplémentaires ayant trouvé un emploi. De quoi se réjouir pour Joe Biden ? Que nenni ! En 2021, sa cote de popularité a plongé, conséquence certaine de la plus forte inflation depuis les années 1980. Alors que le programme d'infrastructures bipartisan a été approuvé, le « Build Back Better Act » se heurte à l'opposition du sénat, même dans les rangs démocrates. La crainte, légitime, qu'un nouveau round de dépenses publiques alimente l'inflation devrait entraîner une réduction du programme. Il s'est déjà allégé de 1300 milliards de dollars entre la Maison Blanche et la chambre des représentants.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,7%	2021 : 4,6%
2022 : 4,3%	2022 : 4,2%

L'inflation a poursuivi sa route en novembre pour atteindre 6,8%, portée par les prix de l'énergie et à la consommation. Dans les services elle est étonnamment faible. Nous pensons que ces prix contribueront de manière neutre, voire négative, à l'inflation en 2022. La situation devrait se normaliser dès janvier. Lestés d'un fort effet de base à l'entame de 2022, les Etats-Unis ne devraient pas voir l'inflation passer sous 3% avant octobre 2022.

Zone euro

Apaisement budgétaire en vue

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,2%	2021 : 5,1%
2022 : 3,7%	2022 : 4,2%

L'arrivée de la coalition tricolore au pouvoir en Allemagne suscite des craintes en France et au sud de l'UEM, car les membres du parti libéral allemand pourraient exiger un rapide retour à l'orthodoxie budgétaire. Toutefois, rien de tel ne transparaît des communications du nouveau ministre allemand des Finances, Christian Lindner. Au contraire, dès les premiers jours de son mandat, il a mis sur les rails un budget supplémentaire de l'ordre de 60 milliards d'euros. La protection du climat et la numérisation devraient bénéficier des crédits non utilisés jusqu'à présent, mais déjà inscrits au budget. La nouvelle coalition se montre ouverte, vis-à-vis de ses partenaires européens, à la discussion sur des règles budgétaires plus souples. C'est donc l'occasion de prendre de nouvelles mesures pour consolider l'union monétaire. En 2022, Berlin assurera la présidence du G7 et Paris celle de l'UE, il y a donc une certaine latitude d'action. Ces visions de long terme mises à part, la pandémie continue de peser sur la dynamique conjoncturelle deux ans après son irruption. La vague hivernale a notamment frappé l'Autriche, dont le gouvernement a décrété fin novembre un confinement de 20 jours. Avec l'émergence du variant Omicron, le risque de revers temporaires sur le chemin de la reprise demeure considérable partout en Europe.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,6%	2021 : 2,5%
2022 : 2,4%	2022 : 2,5%

L'accès d'inflation a valu une volée de bois vert à la BCE. L'inflation dans la zone euro, actuellement à 4,9%, est sans nul doute une pomme de discorde de politique économique. Mais il ne faut pas perdre de vue que ce taux est dû pour plus de moitié à la hausse des prix de l'énergie. Contrairement aux Etats-Unis, le phénomène reste éphémère et limité à quelques biens du panier des ménages.

Allemagne Un potentiel de rattrapage

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,7%
2022 : 3,6%	2022 : 4,0%

Malgré des restrictions renforcées dans les différents Länder, la dynamique économique a repris jusqu'en semaine 49, selon les chiffres à haute fréquence de la Bundesbank. A court terme, un nouveau ralentissement de la croissance lié au nouveau variant Omicron n'est pas exclu. Pourtant, parmi les grandes économies, c'est l'Allemagne qui a le plus grand potentiel de rattrapage. Jusqu'ici, l'économie nationale s'est rétablie moins vite de l'effondrement qu'en Suisse, en France ou aux Etats-Unis. Berlin a un désavantage face à Paris : son économie exportatrice s'est davantage orientée vers le marché extra-européen après la crise financière. Mais contrairement à 2009, les pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud ne jouent pas le rôle de locomotive de la croissance mondiale. De plus, de nombreux pays asiatiques suivent un régime « zéro covid » strict. L'Allemagne est donc concernée à double titre. La demande des émergents est moindre que celle des économies plus aisées et en parallèle, les difficultés d'approvisionnement pèsent sur les produits intermédiaires des constructeurs automobiles. Sur ce front, les signes de détente se multiplient concernant les semi-conducteurs. La production industrielle devrait donc avoir fortement augmenté lors du trimestre qui s'achève.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,1%	2021 : 3,1%
2022 : 2,5%	2022 : 2,7%

Jusqu'en novembre 2021, l'inflation au niveau du consommateur gagnait 5,2% selon l'indice des prix du bureau statistique fédéral. Les prix de produits de base, de l'essence, du gazole et du gaz ont crû davantage. Dans la cacophonie des observations, on oublie souvent que des effets uniques ont été déterminants dans cette hausse. Les prochains mois verront déjà un fort repli des taux d'inflation. Selon nous, le renchérissement annuel sera encore de 2% mi-2022.

France Des entreprises optimistes

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,8%	2021 : 6,6%
2022 : 3,5%	2022 : 3,8%

Le moral des entreprises françaises s'est sensiblement amélioré au cours du 4^e trimestre. L'écart s'est récemment creusé avec l'évaluation de la situation par les entreprises allemandes, nettement plus pessimistes. Jusqu'ici, la France est moins touchée par la nouvelle vague que ses voisins d'outre-Rhin et d'outre-Manche. Mais la donne pourrait rapidement changer avec l'arrivée d'Omicron. La dangerosité de ce nouveau variant est encore incertaine. Ainsi, pour la France également, il faut s'attendre à ce que la reprise soit freinée par de nouvelles restrictions. Mais selon nous, les dégâts pour l'économie devraient être moindres que lors des vagues précédentes. Comme ailleurs en Europe, l'alizé des mesures fiscales et monétaires profitant à la conjoncture va faiblir en 2022. Comparés à ses pairs de l'UEM, l'Hexagone et sa croissance pâtiront moins de l'impulsion budgétaire négative attendue. D'après une estimation du FMI, le déficit du solde primaire de la France devrait se réduire de quelque 2,6% du PIB. Pour l'ensemble de la zone euro, la prévision d'impulsion budgétaire négative est de l'ordre de 3% du PIB.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,7%
2022 : 1,9%	2022 : 2,1%

En novembre, l'inflation s'est établie à 2,8% et devrait passer à 2,9% d'ici la fin de l'année, une valeur synonyme de pic du cycle actuel. D'ici 2022, si les prix de l'énergie n'évoluent pas, le taux d'inflation devrait repasser à 1,0%. A moyen terme, elle devrait être proche de la cible de la BCE et osciller autour de 1,8%, soit 0,6% de plus que lors de la décennie précédant la pandémie.

Royaume-Uni

Liberté à durée déterminée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,9%	2021 : 7,0%
2022 : 4,2%	2022 : 4,7%

Après qu'en juillet, Boris Johnson a célébré en grande pompe le « Freedom Day » et la fin des restrictions outre-Manche, de nouvelles rôtent. A la vague Delta incontrôlée vient s'ajouter le nouveau variant Omicron, un raz-de-marée déferlant sur le Royaume-Uni. Le pays est exemplaire dans le séquençage de tests et fait état d'infections littéralement exponentielles. Malgré un risque supposé moindre de formes graves, les hospitalisations devraient augmenter en raison de la forte contagiosité d'Omicron. Une étude de l'université d'Oxford révèle en outre que le vaccin d'AstraZeneca, le plus administré outre-Manche, n'offre pas une protection suffisante même après deux doses. Rien d'étonnant donc à ce que le premier ministre annonce une campagne de rappel vaccinal, visant le million d'injections par jour. Les mesures introduites sont déjà très répandues sur le continent (port du masque et passe sanitaire obligatoires pour certaines activités, télétravail recommandé). Leur impact sur l'économie devrait être très limité. Pour l'heure, nous ne révisons donc pas nos prévisions de croissance prudentes pour 2021 et 2022, d'autant plus que l'économie britannique entre dans cette vague avec plus de dynamisme que prévu. Les PMI industriel et des services sont restés ancrés autour des 60 points en novembre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,5%
2022 : 3,7%	2022 : 4,1%

En octobre, le plafonnement public des prix du gaz et de l'électricité a été relevé après l'envolée des prix de gros. L'inflation globale est passée de 3,1% à 4,2% et ne devrait pas atteindre son pic avant mars 2022. La Banque d'Angleterre se trouve donc confrontée au dilemme qui consiste à réagir à la hausse des taux d'inflation et à la pandémie.

Suisse

Le franc réduit l'inflation

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,5%
2022 : 2,4%	2022 : 3,0%

Deux ans après l'apparition d'un virus inconnu, les traces laissées sur l'économie suisse sont toujours plus visibles : ainsi, la performance des entreprises de l'hôtellerie-restauration au 3^e trimestre 2021 reste 17% inférieure au niveau pré-crise du 4^e trimestre 2019. En revanche, l'industrie pharmaceutique et le commerce de détail ont gagné respectivement 14% et 6% sur la même période. Ces derniers mois, la flexibilité du marché du travail suisse a permis aux employés des secteurs lourdement affectés par la pandémie de se réorienter. La pénurie de main-d'œuvre dans ces secteurs devrait donc s'aggraver. A court terme, la recrudescence de cas et la menace de surcharge des établissements de santé pèsent sur les perspectives de l'économie domestique. Mais ce n'est pas la raison principale de notre prévision prudente de croissance du PIB. Nous nous attendons plutôt à un faiblissement de l'alizé monétaire et budgétaire pour l'économie mondiale dans son ensemble. Nos prévisions sont bien moins optimistes que celles que le SECO vient de publier : s'il prévoit une croissance du PIB de 3,0% et de 2,0% respectivement pour 2022 et 2023, nous prévoyons pour ces mêmes années respectivement 2,4% et 1,2%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,5%
2022 : 0,8%	2022 : 0,8%

La pression inflationniste en Suisse est bien moindre que dans d'autres pays développés. Les prix de l'énergie pèsent moins dans le calcul de l'inflation et l'arrivée sur le marché de nouveaux commerçants de détail étrangers tire les prix vers le bas. Pour l'avenir, l'appréciation du franc suisse face à l'euro sera décisive. Les prix de certains biens importés vont baisser en 2022.

Japon

L'automobile de retour

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,8%
2022 : 2,1%	2022 : 3,2%

Malgré les Jeux olympiques, le 3^e trimestre japonais est à oublier. Une nouvelle vague a incité à la retenue, la consommation des ménages comme les investissements reculant plus que prévu. Nous avons donc dû revoir à la baisse notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année 2021. Mais le 4^e trimestre donne des signes de croissance. En décembre, l'enquête Tankan révélait une amélioration étonnamment forte du moral des prestataires, notamment dans les secteurs très touchés comme l'hôtellerie et les services aux personnes. Comme dans d'autres pays, Omicron constitue un risque à court terme pour l'économie nipponne. Ironiquement, le retard pris dans la campagne de vaccination pourrait s'avérer positif, car la protection vaccinale de la population est relativement récente. Nous avons relevé notre prévision de PIB pour 2022 : avec l'Allemagne, le Japon est le seul pays où nous estimons possible une accélération de la croissance cette année-là. La principale raison à cela est la résorption des difficultés d'approvisionnement, notamment dans l'automobile. La production mondiale de semi-conducteurs tourne à plein régime et les constructeurs ont annoncé pouvoir augmenter le rythme de production dès le 4^e trimestre 2021. Dans les faits, la production automobile japonaise renoue avec la croissance en octobre, une première depuis janvier 2021, avec +28% par rapport à septembre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : -0,3%	2021 : -0,2%
2022 : 0,5%	2022 : 0,7%

Là où les consommateurs du monde entier se plaignent de la hausse des prix, les Japonais profitent de la baisse de ceux des biens de consommation, des télécommunications et des services médicaux. L'inflation devrait toutefois faire une incursion en territoire positif en 2022 avec l'accélération de la croissance économique. Nous tablons sur un taux de 0,5% en moyenne.

Chine

Assouplissement monétaire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 7,9%	2021 : 8,0%
2022 : 5,1%	2022 : 5,1%

Le surendettement des promoteurs immobiliers chinois a connu un pic de crise. La notation d'Evergrande, société concernée au premier chef, a été dégradée par Fitch début décembre pour passer à « défaut de paiement », après que le délai de grâce pour un paiement de coupon a expiré. L'Etat tente toujours, par la pression réglementaire, de faire souffler un secteur immobilier hypertrophié, tout en soutenant l'économie domestique dans son ensemble par une politique monétaire expansionniste. Réussira-t-il ce numéro de funambule ? La question reste ouverte. La crise a fait chuter l'activité de construction et les prix de l'immobilier résidentiel, ce qui pourrait induire une faiblesse persistante de la consommation des ménages et des investissements. Le commerce extérieur devrait rester le principal relais de croissance en 2022. La demande mondiale se réveille, les difficultés de capacité se résorbent et les exportations chinoises devraient maintenir leur bon élan du 2^e semestre 2021 lors du passage à 2022. Il est intéressant de noter que cette bonne performance n'est pas majoritairement le fait de hausse des prix et d'effets de base, mais de volumes en hausse. Malgré le cycle industriel positif, la dynamique pourrait temporiser en début d'année. Outre la persistance du risque pandémique latent, un repli temporaire de la production menace, les autorités cherchant à limiter la pollution pendant les Jeux olympiques d'hiver.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,9%	2021 : 0,9%
2022 : 1,9%	2022 : 2,1%

A rebours de la tendance dans d'autres pays émergents, Pékin a assoupli sa politique monétaire en décembre, abaissant le taux de réserve des banques de 12,0% à 11,5%. L'inflation modérée permettra un nouvel assouplissement. En novembre, du fait d'effets de base, l'inflation est passée de 1,5% à 2,3%, mais en 2022, elle devrait être de seulement 1,9% en moyenne.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



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, Hochstrasse 53, D-60313 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.

Premier trimestre 2022

Messages clés

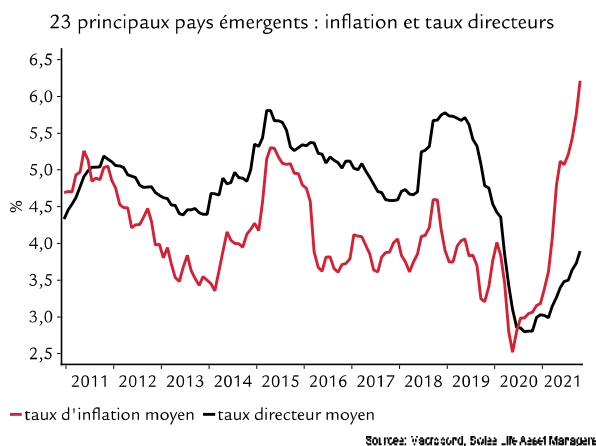
- Asie et Amérique latine signent un timide troisième trimestre
- La crise monétaire endémique en Turquie y reste circonscrite, mais une politique monétaire plus rigide de la Fed sera un défi à plus d'un titre pour de nombreux pays émergents en 2022
- Le marché immobilier chinois faiblit, mais la politique monétaire plus souple et le commerce extérieur soutiennent la croissance

En un chiffre

28%

En novembre, la livre turque a cédé 28% face au billet vert, après que la banque centrale a abaissé son taux directeur pour la troisième fois depuis septembre. L'influence du président Erdogan sur la politique monétaire et sa préférence pour des taux bas n'étaient pas inconnues. Dans un contexte de forte croissance (au 3^e trimestre dernier, le PIB était de 13% supérieur à son niveau pré-crise), d'inflation élevée et en hausse (taux annuel de 21,3% en novembre), le dernier mouvement de taux a toutefois déclenché une panique. Les signes d'une plus grande tolérance à la dépréciation ont vite rendu improbable un rétropédalage rapide hors de cette périlleuse expérience.

En un graphique

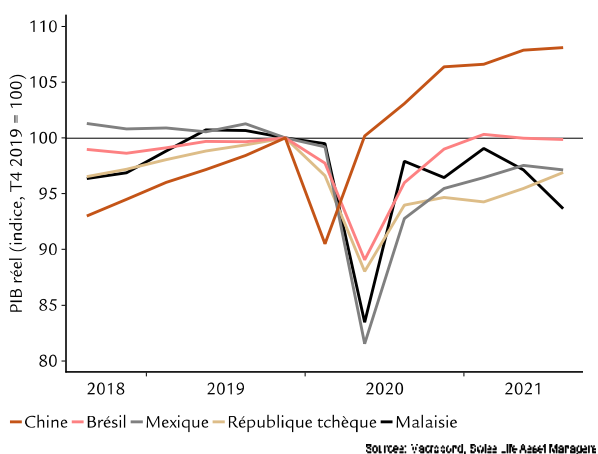


Les banques centrales des autres pays émergents s'en sont davantage tenues à la doxa. Dans 13 des 23 principaux pays en développement, les taux directeurs augmentent depuis début 2021, en réaction à la hausse de l'inflation et aux risques de dépréciation. Rien qu'en novembre, huit banques centrales ont relevé leurs taux, alors que leur reprise économique est loin d'afficher le même rythme qu'en Turquie. C'est notamment le cas au Mexique, en Russie et en République tchèque, alors que les PIB respectifs sont encore en deçà du niveau pré-crise. Toutefois, l'inflation continue d'augmenter en moyenne et force la main des banques centrales. Une rhétorique plus ferme de la Fed pourrait davantage accélérer le cycle des taux (voir page 2).

Une croissance moins dynamique au 3^e trimestre

Au 3^e trimestre, la dynamique de croissance a fléchi dans la plupart des pays émergents. En Chine, la combinaison de pénuries d'énergie, de la stratégie zéro covid et de la crise immobilière a entraîné un ralentissement du rythme de croissance, s'établissant à 4,9% (contre 7,9% de croissance annuelle au trimestre précédent). Au 3^e trimestre toujours, la lutte contre la pandémie a aussi laissé des traces parmi les autres économies asiatiques. L'effondrement le plus net est celui de la Malaisie, avec -3,6%. La dynamique asiatique devrait toutefois reprendre des couleurs grâce à une réouverture partielle. C'est en tout cas ce que laisse penser le PMI industriel qui, hormis en Chine, reste au-dessus du seuil de croissance des 50 points. Comparée à d'autres régions, l'inflation en Asie a progressé moins fortement jusqu'ici, permettant aux banques centrales de différer un durcissement. Seule l'institution sud-coréenne a déjà relevé par deux fois ses taux face à une inflation de 3,7% dernièrement. L'Amérique latine contraste fortement. Malgré plusieurs hausses de taux depuis mars 2021, ses deux plus grandes économies que sont le Brésil et le Mexique affichent des taux d'inflation de respectivement 10,7% et 7,4%. Au 3^e trimestre, après deux trimestres consécutifs de croissance négative, le Brésil se trouve en outre en récession technique, et le PIB mexicain a également reculé sur les trois derniers mois. Et le PMI industriel est passé sous les 50 points en novembre. Les pays émergents européens ont signé un solide 3^e trimestre, mais le nouvel hiver covid devrait refroidir aussi la dynamique.

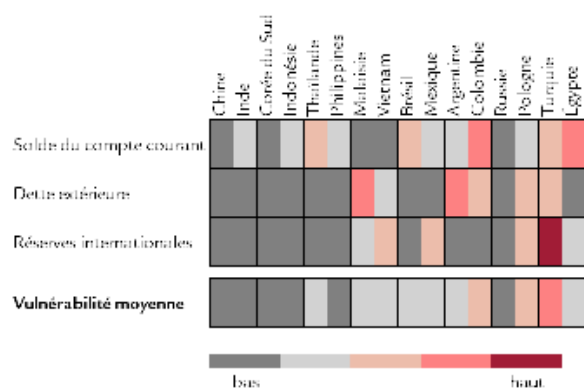
Graphique 1 : Un 3^e trimestre globalement timide



Risque de durcissement de ton de la Fed

Outre les inquiétudes liées à la propagation du nouveau variant Omicron, les craintes de crises monétaires dans les pays émergents se répandent. En Turquie, la dernière baisse de taux alors que l'inflation augmente a de nouveau souligné l'influence du président sur la politique monétaire, plongeant la livre turque dans l'abîme (voir « En un chiffre »). Les banques centrales d'autres pays émergents s'en sont davantage tenues à la doxa. Pour ces économies, le risque le plus important n'est pas une politique monétaire d'apprenti sorcier, mais bien celle de la Fed. Le durcissement attendu de l'autre côté de l'Atlantique pourrait mettre les devises des pays émergents sous pression. La colère obligataire de 2013 et la fuite des capitaux loin des devises à taux élevés l'ont déjà montré. A l'époque, la dépréciation et la hausse de l'inflation en résultant avaient contraint les banques centrales à relever leurs taux. Les pays émergents affichant un déficit de la balance des paiements courants, une dette extérieure élevée et de faibles réserves de change ont montré leur forte sensibilité aux taux américains plus élevés. Nos scores de risque reposant sur des valeurs historiques de 79 d'entre eux révèlent que la Turquie est particulièrement exposée, suivie de la Pologne et de la Colombie. Fin novembre, la Fed a suggéré que l'inflation pourrait ne plus être que temporaire, précipitant ainsi les hausses de taux. Déjà complexe dans certaines économies émergentes, la situation de la politique monétaire pourrait ainsi se détériorer ces prochains mois.

Graphique 2 : Risque pour la Turquie face à un durcissement de la politique monétaire américaine

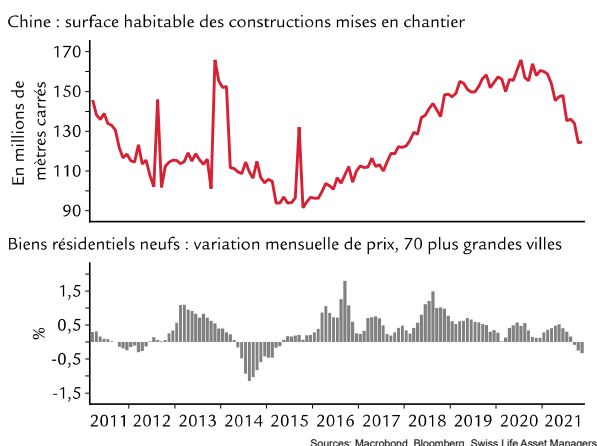


Haute voltige immobilière en Chine

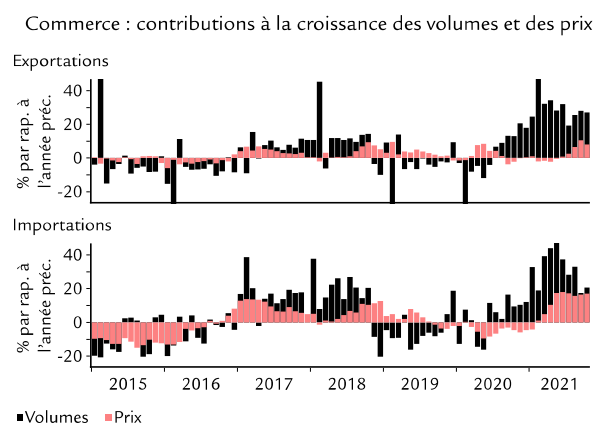
Le surendettement des promoteurs immobiliers chinois a connu un pic de crise. La notation d'Evergrande, société concernée au premier chef, et de loin, a été dégradée par Fitch début décembre pour passer à « Restricted Default », soit défaut de paiement, après que le délai de grâce pour un paiement de coupon a expiré. Le scénario que nous esquissions dans la dernière édition de cette publication semble ainsi se concrétiser : afin de maintenir la pression sur les promoteurs immobiliers endettés et de faire un exemple, dans une certaine mesure, Pékin a jusqu'à présent renoncé à injecter des fonds de sauvetage. La pression rhétorique sera également maintenue, le Politburo ayant réitéré le credo voulant que l'immobilier serve à loger la population et non à spéculer. En parallèle, la plupart des analystes considèrent toujours comme improbable une banqueroute « incontrôlée » et estiment que les autorités feront tout pour isoler le problème et éviter une contagion au système bancaire et aux sociétés immobilières saines. L'Etat aurait d'ailleurs tout intérêt à préserver le plus possible les ménages, qui ont préfinancé les projets, contre tout dommage, afin d'éviter un effondrement de la demande et une chute des prix de l'immobilier. Réussira-t-il ce numéro de funambule ? La question reste ouverte. La crise a causé des dégâts tant côté offre que demande (voir graphique 3). L'activité dans le secteur immobilier, notamment la construction, a encore reculé.

Cette réaction côté offre est en un sens bienvenue pour donner un peu d'air à un secteur hypertrophié, mais elle pèse toutefois sur ceux en amont et en aval. Côté demande, la timidité des acheteurs se traduit dans les prix. En septembre 2021, ceux des biens résidentiels ont baissé pour la première fois depuis la crise immobilière de 2014 - 2015. En vue de dynamiser l'octroi de crédit et de soutenir l'économie nationale, la banque centrale chinoise a récemment abaissé de 12,0% à 11,5% le taux de réserve des banques. D'autres assouplissements monétaires sont probables et devraient stabiliser la croissance intérieure à un niveau modéré. Le commerce extérieur devrait toutefois rester le principal relais de croissance. La demande mondiale se réveille, les difficultés de transport se résorbent et les chiffres des exportations chinoises devraient maintenir leur bon élan du 2^e semestre 2021 lors du passage à 2022. Il est intéressant de noter que cette bonne performance n'est pas majoritairement le fait de hausse des prix et d'effets de base, mais de volumes en hausse (graphique 4). Le constat est inverse pour les importations, en repli en base réelle, et dont la progression en septembre et octobre est quasi uniquement le fait de la hausse des prix en comparaison annuelle, traduisant l'anémie de la demande intérieure. Malgré le cycle industriel positif, la dynamique pourrait temporiser en début d'année. Outre la persistance du risque pandémique latent, un repli temporaire de la production d'énergie et de l'industrie (lourde) menace, les autorités cherchant à limiter la pollution pendant les Jeux olympiques.

Graphique 3 : Une baisse des prix de l'immobilier de rendement chinois inédite depuis 2014



Graphique 4 : Le commerce extérieur s'éveille, les volumes en hausse portent les exportations.



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



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, Hochstrasse 53, D-60313 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.

Janvier 2022

Taux d'intérêt et obligations

Le marché obligataire ignore la Fed

Etats-Unis

- Aplatissement des courbes de rendement américaines sur fond d'émergence du variant Omicron, les écarts de crédit sortant de leur hibernation et se creusant de 12 pb.
- L'inflation continue d'accélérer et la Fed s'enhardit, remisant enfin son discours d'une « inflation transitoire ». Lors de sa réunion de décembre, elle a annoncé hâter sa réduction d'achats d'actifs, et la première hausse de taux directeur est attendue en juin 2022.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont cédé du terrain en novembre, le segment à 5 ans perdant 24 pb. Les écarts de crédit en EUR sont en nette hausse, se creusant de 20 pb.
- La BCE aussi est plus offensive, et certains programmes de rachat d'obligations pourraient cesser. Mais l'arrêt du soutien devrait être bien moins rapide qu'outre-Atlantique, et sans hausse de taux directeur en 2022.

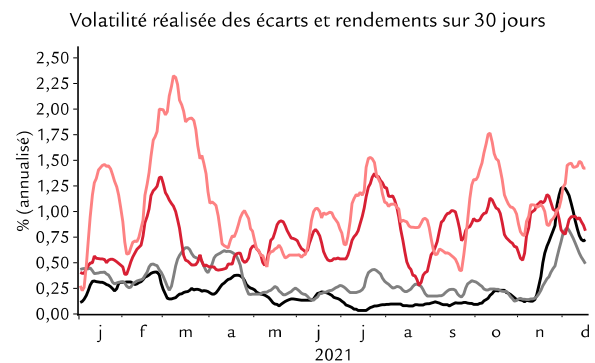
Royaume-Uni

- Les écarts de crédit britanniques se sont creusés de 10 pb en novembre, alors que la courbe du rendement s'aplatit encore : seuls 8 pb séparent les segments 10 ans et 30 ans.
- Après une réunion de novembre soldée sans hausse de taux directeur, la Banque d'Angleterre a surpris en l'augmentant de 15 pb un mois plus tard, le comité dédié considérant la pression inflationniste comme une menace plus importante que l'impact économique du variant Omicron.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération baissent en novembre, mais moins que les Bunds. Les points à 10 ans et à 30 ans cèdent seulement 10 pb environ.
- Nullement inquiète de l'inflation, la BNS se retrouve toutefois sous pression pour intervenir sur le marché des changes, les monnaies refuges étant prisées.

Une faible volatilité moyenne en 2021



Source: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

En 2021, la répression financière par les banques centrales a pris tout son sens. Suite aux vastes programmes de rachat d'obligations, la volatilité du crédit a plongé, située au tiers de sa moyenne historique en EUR, et à la moitié en USD. Serrés, les écarts de crédit ont connu une faible dispersion, les courbes s'aplatissant sur les plans du risque et de la durée. Les investisseurs ont été forcés de ne pas lésiner sur le risque pour espérer un rendement positif, notamment au regard de la forte hausse des taux d'intérêt des premiers mois de 2021. Si les écarts de crédit ont peu bougé, les taux ont fait les montagnes russes, le ralentissement estival dû au variant Delta tirant sans relâche le rendement vers le bas malgré une inflation en flèche, avant de se stabiliser dans une fourchette relativement large. Selon nous, l'année 2022 sera différente avec l'arrêt progressif des programmes de rachat. Volatilité et dispersion du crédit devraient croître, la sélection des émetteurs et l'allocation sectorielle seront des clés de performance. En 2022, les écarts de crédit devraient eux aussi augmenter, tout comme les rendements obligataires, le caractère «transitoire» de l'inflation s'avérant erroné. Cela étant, c'est à l'extrémité courte que le mouvement sera le plus marqué. En cas de nette correction des actifs risqués ou d'un plus fort ralentissement de la croissance et de l'inflation, les taux devraient baisser.

Actions

Un excellent cru 2021, malgré un récent passage à vide

Etats-Unis

- Le marché américain des actions gagne 25% depuis début 2021 : c'est le plus performant parmi ses pairs développés. Il progresse de 2,5% depuis début novembre, malgré une correction en fin de mois.
- Les technologiques restent maîtresses de la performance, notamment le sextuor FAANGM (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google, Microsoft). A eux six, ces titres ont constitué 15% à 20% de la performance du Nasdaq en 2021.
- C'est un marché très cher et le différentiel de valorisation face à ses pairs est à un niveau record.

Zone euro

- Le marché européen gagne près de 20% en 2021, sous-performant à nouveau son homologue américain. La performance est neutre depuis fin octobre 2021.
- La valorisation de marché comparée aux moyennes historiques est neutre. La croissance des bénéfices et revenus en Europe ressemblera fort à celle du marché américain en 2022.

Royaume-Uni

- Le marché britannique gagne 18% depuis début 2021, et 1,1% depuis fin octobre.
- Sa valorisation est très séduisante, mais les risques politiques liés au Brexit, de potentielles hausses de taux directeur et la forte exposition aux valeurs de rendement pourraient continuer de peser.

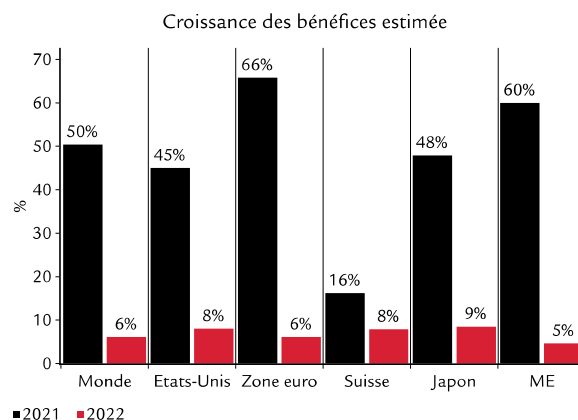
Suisse

- Depuis début 2021, le marché suisse affiche un rendement total de 21%, surperformant l'américain de 0,5% depuis fin octobre.
- C'est le second marché le plus cher au monde. Mais les poids lourds de l'indice que sont les secteurs pharmaceutique et financier ne sont pas démesurément valorisés et ce marché se tient bien en cas de forte volatilité.

Marchés émergents

- Depuis le début de l'année, les marchés émergents sont neutres, cédant même 2% depuis fin octobre. La Chine, pesant 35% de l'indice, perd près de 20% sur 2021.
- La valorisation rend les actions intéressantes, et le récent assouplissement monétaire en Chine pourrait déclencher un rattrapage.

La croissance des bénéfices augure d'un bon cru 2022



Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Après un excellent cru 2021 (croissance des bénéfices de 50%, voire plus), le potentiel de rendement des actions pour 2022 est moindre, mais pourrait tutoyer les 10%. Primo, la croissance économique restera forte, plus que la normale, dans la plupart des économies. Même si une correction peut intervenir à tout moment, un repli prolongé des marchés des actions coïncide presque toujours avec une récession, très improbable actuellement. Secundo, l'inflation devrait baisser en 2022, allégeant la pression à durcir le ton pour les banques centrales. Tertio, la croissance des bénéfices des entreprises devrait tutoyer 10% sur tous les marchés majeurs. Au niveau actuel des valorisations, cela signifierait un rendement du marché de 5% à 10%. Quarto, l'argument TINA (« there is no alternative ») reste recevable, les taux nominaux et réels étant négatifs en Europe et en Suisse.

Bien sûr, nous surveillons plusieurs facteurs de risque. Si l'inflation reste nettement supérieure à 2%, les banques centrales seraient contraintes de relever leurs taux plus vite que prévu. Dans un tel scénario, la valorisation élevée des marchés des actions – Etats-Unis en tête – serait sous pression. Les autres risques majeurs à court terme sont politiques. Nous surveillons de près le conflit commercial sino-américain et les tensions entre Moscou et Kiev. Enfin, le covid pourrait venir semer le trouble à court terme sur les marchés des actions. La volatilité devrait donc être élevée en 2022.

Devises

L'USD et le CHF toujours forts en 2022

Etats-Unis

- Notre prévision était juste : l'USD pondéré des échanges a gagné près de 2% en novembre avant de se stabiliser en première quinzaine de décembre. De nouvelles surprises côté inflation et l'anticipation d'un resserrement monétaire l'expliquent.
- La réunion du FOMC en décembre n'a pas produit la réaction initiale attendue. Certes, la Fed s'est montrée plus offensive, mais l'USD a légèrement fléchi juste après la réunion. Toutefois, le creusement des différentiels de taux d'intérêt devrait soutenir le billet vert ces trois prochains mois.

Zone euro

- La dépréciation de l'EUR face à l'USD et au CHF a continué depuis notre dernière édition. La monnaie unique a toutefois repris le terrain cédé aux devises nordiques SEK et NOK, et évolué latéralement face à la GBP.
- Nous sommes largement convaincus que le pic d'inflation dans l'UEM est transitoire, principal fruit des prix de l'énergie, et que la BCE restera relativement expansionniste en 2022. Nous réitérons donc notre position négative sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Après un mois d'octobre positif, la paire GBP/USD a un temps cédé 3,5%, la Banque d'Angleterre décevant l'attente de hausse de taux directeur. Mais la hausse surprise en décembre a redonné de l'élan à la GBP.
- Nous restons neutres sur la paire GBP/USD au prochain trimestre.

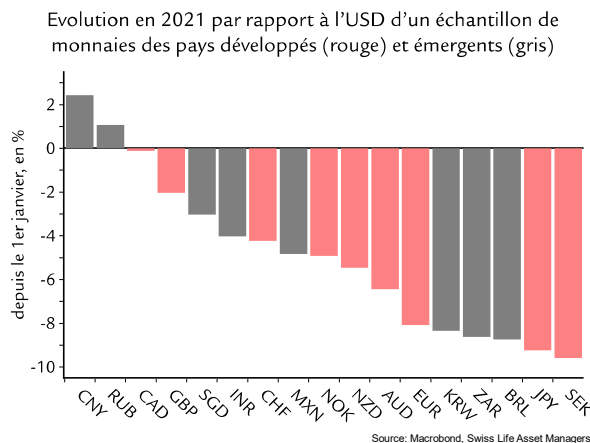
Suisse

- Toujours en baisse en novembre, la paire EUR/CHF a glissé brièvement sous 1,04 début décembre, du jamais vu depuis 2015.
- Le potentiel d'appréciation du CHF demeure pour le prochain trimestre (voir texte principal). A court terme, les risques géopolitiques liés aux tensions entre Moscou et Kiev pourraient encore affaiblir la paire.

Japon

- La paire USD/JPY oscille autour de 114 en novembre et début décembre.
- Conforme à notre prévision de vigueur globale de l'USD, la paire devrait progresser au prochain trimestre.

Un dollar américain en forme en 2021



L'USD a régné sur 2021. A l'heure où nous écrivons, il surperforait toutes les devises des grands marchés développés et émergents, hors CNY et RUB. Le CNY a certainement profité de la forte reprise des exportations et de la politique monétaire relativement restrictive de Pékin. Le rouble a surfé sur la forte hausse des prix de l'énergie, à l'instar des devises sensibles aux matières premières comme le CAD et la NOK, qui ont cédé moins de terrain à l'USD que d'autres monnaies cycliques. Parmi elles, le trio EUR, JPY et SEK est le bonnet d'âne de 2021 dans les marchés développés, cédant jusqu'à 10% à l'USD. Outre leur nature cyclique, ces devises ont également subi la pression de la hausse du carry de l'USD (différentiel de taux). Le CHF fait exception et s'apprécie notoirement face à l'EUR en 2021. Nous faisons deux prévisions majeures pour 2022. Primo, l'USD restera fort, notamment face à l'EUR. En décembre, lors de la réunion du FOMC, la Fed a durci sa position, indiquant trois hausses de 25 pb du taux directeur en 2022, renforçant davantage le carry du billet vert. Secundo, une nouvelle appréciation du CHF face à l'EUR est plutôt probable. La BNS y semble plus tolérante, notamment car la devise helvète n'est pas aussi surévaluée que par le passé. Le net écart d'inflation entre la Suisse et la zone euro a permis une valorisation plus juste du CHF mesurée par les modèles de parité du pouvoir d'achat. De plus, les exportations nettes suisses ont battu des records en 2021, signe que de nombreux secteurs sont à même de gérer les niveaux de change actuels.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

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, Hochstrasse 53, D-60313 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.

Janvier 2022 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Acheter à la baisse reste efficace

Résumé

- La croissance économique va ralentir en 2022, mais restera bien supérieure aux moyennes à long terme.
- L'inflation devrait freiner, notamment en zone euro. Nous ne prévoyons donc pas d'arrêt rapide de l'impulsion monétaire.
- Ménages et entreprises disposent d'un véritable trésor de guerre à dépenser ou investir une fois que les craintes liées au covid s'estomperont.
- Les bénéficières et ventes des entreprises devraient gagner 5% à 10% en 2022, les marchés des actions aussi, sans changement de valorisation.
- Les emprunts d'Etat ne font pas recette, contrairement à ceux des entreprises, car la conjoncture ne devrait pas faire augmenter les taux de défaut.
- L'immobilier séduit toujours grâce aux rendements supérieurs à ceux des titres souverains.

Taux d'intérêt et obligations

- La hausse des rendements des obligations d'Etat (20 pb en UE et en Suisse, 50 pb aux Etats-Unis) depuis début 2021 induit des rendements totaux négatifs (-2%) de ces titres et des emprunts d'entreprise de haute qualité.
- Les obligations des marchés émergents et high yield gagnent quant à elles entre 1% et 3% en 2021.
- Avec des rendements réels fortement négatifs, les obligations ne font pas le poids face aux actions.

Actions

- Les marchés développés mondiaux ont livré une performance de 20% en 2021, là où les émergents ont été neutres. La Suisse et l'Europe ont signé une performance similaire au marché mondial.
- Ventes et bénéfices devraient suivre le rythme de croissance du PIB nominal en 2022. Les attentes étant bien établies et proportionnées, des rendements tutoyant 10% nous semblent justifiés.
- Elevées dans l'absolu, les valorisations sont plutôt attrayantes face aux obligations.

De bons augures pour les actifs risqués en 2022...

Nous attendons un bon cru pour les actions, les obligations d'entreprise, ainsi que pour l'immobilier en 2022, et sommes prudents pour les titres souverains. En effet, une forte croissance supérieure à la moyenne et une inflation en baisse, également supérieure à la moyenne en 2022 forment un environnement économique propice et une hausse des ventes et bénéfices en rapport (voir la section « Actions » de notre publication « Marchés financiers »). Nous maintenons donc la position favorable au risque de notre allocation d'actifs.

... mais des menaces planent

Certains facteurs de risque méritent notre attention et pourraient induire des ajustements de court terme de notre position. Le principal risque est le maintien de l'inflation bien au-delà de la cible de 2%. En pareil cas, les banques centrales devraient relever les taux directeurs plus vite que prévu. Par le passé, de nets relèvements ont souvent induit des corrections à court terme des actifs risqués. Mais selon nous, ce risque est plutôt limité. Autre risque fondamental, la forte valorisation des titres risqués et des obligations d'Etat. Ils s'exposent à de fortes baisses de valorisation si les banques centrales changent leur fusil d'épaule. Enfin, les déboires du marché immobilier chinois pourraient peser sur la conjoncture mondiale. La pandémie (échappement vaccinal des variants) et la géopolitique (conflit sino-américain, élections de mi-mandat aux Etats-Unis et tensions entre l'Ouest et la Russie) sont d'autres sources de risques.

Implications pour notre portefeuille

Notre prévision privilégie le maintien de la surpondération des actifs risqués, à savoir les actions, l'immobilier et le crédit.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@swisslife.ch

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, Hochstrasse 53, D-60313 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.