

Octobre 2023

A retenir

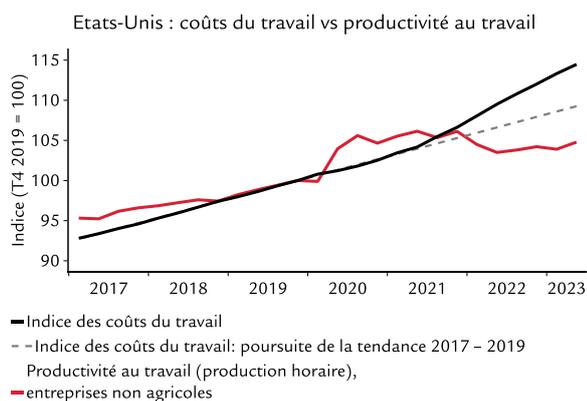
- Etats-Unis : hausse des taux d'intérêt réels, accès durci au crédit et faible productivité pèsent sur les entreprises
- Zone euro : hausse des prix de l'énergie en raison d'une faible offre, risque de pénurie exclu cet hiver
- Chine : malgré une stabilisation en août, le rebond chinois déçoit

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,1%	2,1% ↑	0,4%	0,8% ↑	4,2% ↑	4,1%	2,8%	2,5% ↓
Zone euro	0,5%	0,5% ↓	0,6%	0,7% ↓	5,7% ↑	5,5%	2,6% ↑	2,5%
Allemagne	-0,4%	-0,4% ↓	0,2%	0,6% ↓	6,1% ↑	6,0%	2,5% ↑	2,7% ↑
France	0,7%	0,8% ↑	0,8%	0,8% ↓	5,0% ↑	5,0% ↓	2,4% ↑	2,7% ↑
Italie	0,8% ↓	0,8% ↓	0,5%	0,7%	6,0%	6,0%	2,1%	2,4% ↑
Espagne	2,1%	2,2% ↑	1,2%	1,4%	3,8% ↑	3,6% ↑	2,3% ↓	3,0% ↑
Royaume-Uni	0,2%	0,3% ↑	0,3%	0,4%	7,3%	7,4% ↑	3,0% ↑	3,1% ↑
Suisse	0,7% ↑	0,8% ↑	1,0%	1,3% ↓	2,2% ↑	2,3%	1,9% ↑	1,6% ↑
Japon	1,8%	1,8% ↑	0,6%	0,9% ↓	3,0%	3,1% ↑	1,6%	2,0% ↑
Chine	5,0%	5,0% ↓	4,7%	4,5% ↓	0,5%	0,7% ↓	1,2%	1,8% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 septembre 2023

Graphique du mois



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Aux Etats-Unis, un écart se creuse depuis mi-2021 entre coûts salariaux et productivité au travail. Entre début 2017 et mi-2021, les premiers ont augmenté de 2,7% par an dans les firmes américaines, pratiquement compensés par une hausse du même ordre de la productivité. Mais ensuite, les coûts salariaux se sont envolés et ont crû de 4,8% par an jusqu'à la mi-2023, alors que la productivité a chuté. Dans un premier temps, les entreprises ont répercuté cette hausse sur les consommateurs, alimentant l'inflation. Mais cela est devenu difficile ; le coût du travail grignote donc la marge opérationnelle des sociétés.

Etats-Unis

Un frein nommé taux réels

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,8%

Les dernières données américaines publiées témoignent, comme nous l'attendions, d'un léger ralentissement de l'activité. Le marché du travail est étonnamment solide, avec une forte croissance de l'emploi en août et des demandes initiales d'allocations de chômage en baisse en septembre. Certains acteurs du marché et économistes y voient de plus faibles risques de récession, ce qui se reflète dans un relèvement des prévisions de taux à long terme et de croissance en 2024 dans l'enquête de Consensus Economics. Certes, nous ne voyons pas de récession immédiate, mais restons prudents pour 2024. Les récents PMI de S&P font état de premiers signes de faiblesse dans le tertiaire : le sous-indice des affaires nouvelles est passé sous le seuil de croissance de 50 points. La hausse des taux d'intérêt réels est toutefois bien plus importante. Corrigé des prévisions d'inflation, un T-Bond à 10 ans affiche un rendement supérieur à 2%, une valeur inédite depuis 2008. Les entreprises sont donc confrontées à des taux réels bien plus élevés, à un accès au crédit durci et à une plus grande pression sur les marges en raison de la hausse des coûts salariaux (voir Graphique du mois). Dans la partie correspondante du PIB, la part des revenus revenant aux entreprises est même en repli comparée à 2022. Historiquement, cela n'augure rien de bon pour l'investissement privé et la conjoncture américaine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,1%
2024 : 2,8%	2024 : 2,5%

L'inflation globale poursuit sa hausse en août, de 3,2% à 3,7%, portée par les prix des carburants. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, poursuit son recul, de 4,7% à 4,3%, comme attendu. Cependant, pour que cette valeur glisse sous 3% comme nous le prévoyons au 2^e trimestre 2024, un sérieux coup de froid devra frapper la conjoncture.

Zone euro

Hausse des prix de l'énergie

Croissance du PIB

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

Il y a un an, la zone euro voyait approcher l'hiver avec inquiétude quant à sa situation énergétique. A l'époque, les réserves de gaz étaient certes remplies à 87%, mais Moscou venait d'annoncer l'arrêt officiel des livraisons de gaz via Nord Stream 1. Les pires craintes ne se sont toutefois pas réalisées. Aujourd'hui, les réserves atteignent même 95%, un niveau rarement atteint à cette époque de l'année. Différents modèles de prévisions météo à long terme prévoient à nouveau un hiver doux. Après avoir tutoyé leurs niveaux pré-crise en 2023, les prix de l'énergie sont repartis à la hausse dernièrement. La grève chez le gazier australien Chevron, qui produit 7% du gaz naturel liquéfié mondial, a alimenté une brève volatilité du marché. Le conflit en Azerbaïdjan constitue une autre incertitude, car l'UE entend doubler ses importations de gaz en provenance de cette république caucasienne d'ici 2027, qui en représentent actuellement 3%. La hausse des prix à la pompe s'explique par des limites de production posées par deux membres de l'OPEP+, à savoir l'Arabie saoudite et la Russie. Avec une demande stable, il existe des risques de hausse ces trois prochains mois. En 2024, des producteurs flexibles comme les Etats-Unis pourraient augmenter l'offre, et un repli de la conjoncture pourrait tempérer la demande et induire une normalisation du prix du brut.

Inflation

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

Les prix à la consommation du gaz et de l'électricité ne reflètent que partiellement l'évolution des prix dans le commerce de gros. L'an dernier, ils n'ont pas augmenté dans la même mesure, et stagnent depuis à des niveaux élevés. Le récent accès de volatilité sur le marché gazier ne devrait donc affecter le prix à la consommation qu'à la marge. Nous avons néanmoins relevé notre prévision d'inflation pour 2023 en raison de la hausse des prix à la pompe, qui touche de plein fouet le portefeuille des ménages.

Allemagne Stabilisation à de faibles niveaux

Croissance du PIB

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

Les dernières enquêtes parmi les directeurs d'achat menées par l'institut ifo indiquent une stabilisation du moral de l'industrie allemande, quoiqu'à un très faible niveau. Certes, le PMI affiche des valeurs en légère hausse dans les nouvelles commandes. Toutefois, la baisse de la production attendue, après un répit le mois précédent, se poursuit et entraîne la composante de l'emploi un peu plus en territoire négatif. Le pessimisme de l'industrie allemande a peut-être touché le fond, mais un regain rapide d'optimisme est exclu. Le rebond du PMI global du secteur tertiaire, à presque 50 points, est un trompe-l'œil de la faiblesse des sous-composantes. L'indice de l'emploi a glissé sous le seuil de 50 pour la première fois depuis les années covid, et les prévisions de commandes sont à peine positives. Le secteur de la construction, déjà malmené, affiche une nouvelle dégradation et un niveau au plus bas depuis 2009, en raison de la situation actuelle comme des prévisions. Côté logement, 21% des sociétés interrogées ont indiqué avoir interrompu des projets et environ 12% connaissent des difficultés financières, un niveau jamais atteint depuis 1991, date de création de l'indice ifo. La dernière décision de la BCE en matière de taux, que nous n'avions pas prévue, devrait encore plus ternir l'ambiance.

Inflation

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

L'inflation globale a moins reculé que prévu en août, à 6,2%. Les prix de l'énergie et des biens essentiels signent des hausses inattendues, l'inflation sous-jacente a donc stagné à 5,5%. Nous prévoyons qu'elle baissera sous les 5%, tout en percevant des risques de hausse. D'après le PMI, les prix dans le tertiaire en particulier augmentent plus vite.

France Croissance inférieure au potentiel

Croissance du PIB

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

Les données préliminaires du PMI de septembre font état d'un nouveau ralentissement de la dynamique, tant dans l'industrie que dans les services. L'industrie manufacturière voit en revanche le moral des entreprises s'améliorer légèrement, d'après une enquête de l'INSEE. Autre point positif selon cette étude : les projets de recrutement ne sont plus ralentis cette année. Les données de la plateforme d'offres d'emploi Indeed permettent de dresser un constat similaire : corrigé des variations saisonnières, le nombre d'offres a nettement progressé depuis fin juillet. La demande en repli à l'échelle mondiale et la prudence des entreprises en conséquence de la hausse des coûts de financement ne seront que partiellement compensées par des effets exceptionnels de grands programmes publics d'infrastructures ou d'événements de masse comme l'actuelle coupe du monde de rugby ou les JO 2024. Selon nous, l'économie française va croître en deçà de son potentiel jusqu'à mi-2024. La fin du cycle de hausse des taux devrait signer le retour de la sécurité dans la planification parmi les investisseurs et promoteurs axés sur le long terme. Un léger rebond des permis de construire se dessine déjà.

Inflation

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

La récente hausse des prix du brut a conduit ceux à la pompe à atteindre leur sommet de 2023. Nous tenons compte de cette évolution en relevant notre prévision d'inflation. Des mesures fiscales pour préserver le pouvoir d'achat des ménages particulièrement touchés sont en discussion. D'après les enquêtes, la tendance à la baisse des prix de vente des marchandises se poursuit.

Italie

Ferragosto et gueule de bois ?

Selon les derniers chiffres, même l'économie italienne, en croissance ces deux dernières années, n'échappe pas aux vents contraires sur le plan mondial. En août, le plus important mois de congés de l'année, les prestataires se sont plaints d'un recul de la marche des affaires pour la première fois depuis novembre 2022. Certes, les chiffres d'activité comme les ventes au détail ne sont pas encore disponibles, mais l'évolution des prix traduit une faible capacité à augmenter les prix et ainsi une demande en baisse présumée. Dans l'enquête auprès des directeurs d'achat menée par S&P, les producteurs déplorent une hausse du prix des intrants plus rapide que celle des prix à la production. L'inflation des services en Italie, un facteur clé jusqu'en mai 2023, n'a plus progressé en juillet et en août selon nos calculs. Par conséquent et malgré la hausse des prix de l'énergie, nous attendons une révision des prévisions d'inflation. Pour l'année 2024, sur le plan de l'inflation comme de la croissance économique, notre positionnement reste plus prudent que celui du consensus.

Espagne

Lutte au sommet de l'État

La formation d'un gouvernement en Espagne demeure une affaire épineuse. Après des élections en juillet sans majorité claire, le leader de l'opposition Alberto Núñez Feijóo, vainqueur du scrutin, a eu pour mission de composer un exécutif. Or, jusqu'à présent, il n'est pas parvenu à réunir une majorité parlementaire. Deux votes d'investiture sont prévus au Parlement (après la clôture de la rédaction). Selon nous, le leader de la droite espagnole échouera à être investi chef du gouvernement. Si cela se confirme, une période de deux mois s'ouvrira, lors de laquelle le Premier ministre actuel, Pedro Sánchez, aura la possibilité de former un gouvernement. Ses chances sont jugées légèrement meilleures, car il est prêt à entamer des discussions avec le parti indépendantiste catalan. Si le leader de la gauche espagnole échoue à son tour, de nouvelles élections auront lieu en janvier.

Suisse

Des explications attendues

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 1,0%	2024 : 1,3%

La récente publication des chiffres trimestriels du PIB a compliqué plutôt que facilité l'analyse de la conjoncture suisse. Certes, la croissance nulle au cours du 2^e trimestre 2023 par rapport au précédent correspond globalement aux attentes. Or, les révisions parfois marquées des chiffres des trimestres précédents ont entraîné le quasi-doublement du taux moyen de variation annuelle du PIB 2023 par rapport aux prévisions initiales. Si nous estimons désormais la croissance à 0,7%, cela signifie en réalité que nous abaïssons nos prévisions d'évolution conjoncturelle pour le second semestre 2023. Les raisons sont notamment à chercher du côté des PMI et des signaux qu'ils envoient. Dans le secondaire en particulier, les mois à venir augurent d'un nouveau repli de la dynamique conjoncturelle dans l'industrie manufacturière, sans compter que la consommation des ménages va moins la stimuler. Les budgets de ces derniers seront impactés par des augmentations d'impôts et des loyers, et par des tarifs de l'électricité plus chers d'environ 18%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,2%	2023 : 2,3%
2024 : 1,9%	2024 : 1,6%

Nos prévisions d'inflation révisées intègrent trois nouvelles données. Primo, les prix actuellement élevés de l'énergie alimentent la hausse du carburant et du mazout. Secundo, l'ampleur de l'augmentation des prix de l'électricité pour les ménages en 2024 est connue. Enfin, point non négligeable, il est probable que le taux d'intérêt hypothécaire de référence, après une hausse au jour de référence le 1^{er} décembre 2023, soit à nouveau relevé au 1^{er} juin 2024. Aussi, nous avançons de 2025 au 4^e trimestre 2024 la hausse prévue des loyers, qui comptera pour 0,8% dans le renchérissement annuel en 2024.

Royaume-Uni

L'automne approche

Croissance du PIB

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

Le ralentissement attendu s'est produit en juillet, avec un repli de la croissance mensuelle du PIB de 0,5% par rapport au mois précédent, bien plus fort qu'attendu. Prestations de services, construction et industrie sont toutes dans le rouge. Le recul dans le tertiaire est particulièrement surprenant. Les grèves dans le secteur de la santé semblent avoir lourdement pénalisé l'activité, plus que prévu. Les chiffres avancés des PMI de septembre témoignent aussi d'une dynamique de croissance en repli. Bien que l'indice industriel ait légèrement progressé, il reste très bas, tandis que celui du tertiaire a fortement baissé. La composante de l'emploi en particulier affiche une forte dégradation, ce qui correspond également à d'autres indicateurs du marché du travail. Le taux de chômage a continué d'augmenter et présente une forte tendance à la hausse. Le nombre de postes vacants ainsi que celui des heures de travail effectuées sont en repli. La croissance des salaires demeure toutefois élevée et en juillet, pour la première fois depuis mars 2022, dépasse le taux d'inflation. Ce sont de bonnes nouvelles pour les consommateurs britanniques, ce qui se traduit par une amélioration du moral des ménages. Toutefois, nous maintenons notre prévision d'un ralentissement de la croissance au 2^e semestre 2023, en raison du durcissement des conditions de financement.

Inflation

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

A 6,7% en août, l'inflation est bien inférieure aux attentes, et le repli est diffus. L'inflation sous-jacente comme celle des services sont nettement en repli. Une situation qui a mené la Banque d'Angleterre à une décision surprenante, à savoir ne pas modifier ses taux directeurs. Elle continue d'ailleurs de souligner son engagement à relever les taux si la pression inflationniste donne des signes de persistance.

Chine

Stabilisation, mais sans plus

Croissance du PIB

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

Après un timide mois de juillet, l'activité en Chine a livré une bonne surprise en août. La production industrielle et les ventes au détail ont connu un rebond inattendu par rapport au mois précédent. La forte progression des ventes au détail a particulièrement surpris, car elle contraste avec l'affaiblissement du PMI du secteur tertiaire en août. La croissance du chiffre d'affaires de secteurs ayant considérablement profité des vacances d'été, comme les restaurants, l'hébergement et les voyages, en a été le principal moteur. La production automobile notamment a porté la production industrielle et celle des batteries solaires, deux secteurs ayant probablement profité des mesures politiques de soutien déployées. Le revirement de tendance dans les prix à la production constitue un autre indice d'une lente stabilisation du secteur secondaire. Certes, l'inflation des prix à la production reste en repli, mais l'évolution des derniers mois indique une tendance à la hausse. Outre les données d'activité, celles du commerce extérieur témoignent d'une légère amélioration en août par rapport à juillet. Tandis que les données conjoncturelles suggèrent une légère stabilisation, le secteur de l'immobilier n'a pas donné de signe positif.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,7%
2024 : 1,2%	2024 : 1,8%

In globo, il semble que les mesures de soutien mises en place par le gouvernement aient enfin des effets visibles sur les données conjoncturelles. C'est une avancée à saluer, mais nous continuons de penser qu'elle ne va pas suffire à doper l'économie – elle aura davantage un effet stabilisateur.

Economic Research



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



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



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



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



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



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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

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

4^e trimestre 2023

A retenir

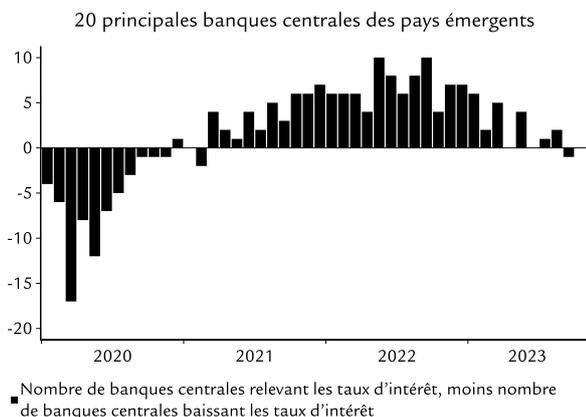
- Malgré une stabilisation en août, le rebond chinois déçoit
- La chute de la demande devrait notamment toucher les économies du Sud-est asiatique
- La dynamique d'inflation en repli devrait permettre un assouplissement de la politique monétaire

En un chiffre

51,4

En août, le PMI industriel des marchés émergents s'est établi à 51,4 points. Une valeur bien supérieure à celle de nombreux pays industrialisés, qui ont enregistré une chute de la confiance ces derniers mois. A titre d'exemple, le PMI du secondaire dans la zone euro s'inscrit à 43,5, et à 47,9 aux Etats-Unis, deux valeurs nettement en deçà du seuil de croissance de 50 points. Ces derniers mois, l'indice des pays émergents s'est maintenu bien au-dessus de cette marque et suggère de fortes disparités entre les pays développés et les marchés émergents, malgré le rebond chinois étonnamment bref après la réouverture du pays.

En un graphique



Tandis que les banques centrales des pays industrialisés approchent lentement du terme de leur cycle de relèvement, celles des pays émergents ont un temps d'avance. Au Brésil ou au Chili par exemple, les gardiens de la monnaie ont déjà commencé à baisser les taux directeurs en raison de l'évolution favorable de l'inflation. En durcissant relativement tôt et systématiquement leur politique monétaire, ces pays ont réussi à réduire leur dépendance à la politique de la Fed, devançant les baisses de celle-ci, sans que les monnaies locales en souffrent outre mesure.

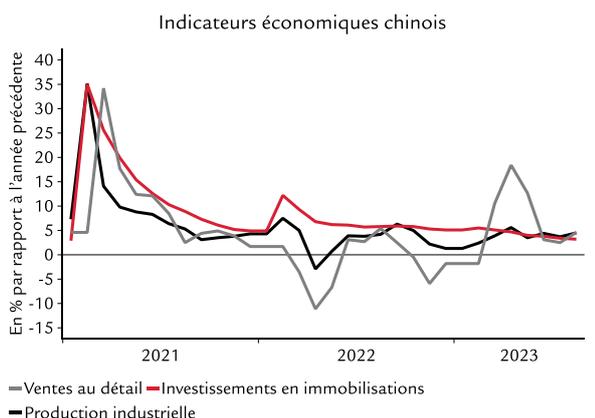
Stabilisation en Chine, sans plus

Après un timide mois de juillet, l'activité en Chine a livré une bonne surprise en août. La production industrielle et les ventes au détail ont connu un rebond inattendu par rapport au mois précédent. La forte progression des ventes au détail a particulièrement surpris, car elle contraste avec l'affaiblissement du PMI du secteur tertiaire en août. La croissance du chiffre d'affaires de secteurs ayant considérablement profité des vacances d'été (p. ex. restaurants, hébergement et voyages) en a été le principal moteur. La production automobile notamment a porté la production industrielle et celle des batteries solaires, deux secteurs ayant probablement profité des mesures politiques de soutien déployées. Le revirement de tendance dans les prix à la production constitue un autre indice d'une lente stabilisation du secteur secondaire. Certes, l'inflation des prix à la production reste en repli, mais l'évolution des derniers mois indique une tendance à la hausse. Outre les données d'activité, celles du commerce extérieur témoignent d'une légère amélioration en août par rapport à juillet. *In globo*, il semble que les mesures de soutien mises en place par le gouvernement aient enfin des effets visibles sur les données conjoncturelles. C'est une avancée à saluer, mais nous continuons de penser qu'elle ne va pas suffire à doper l'économie – elle aura davantage un effet stabilisateur.

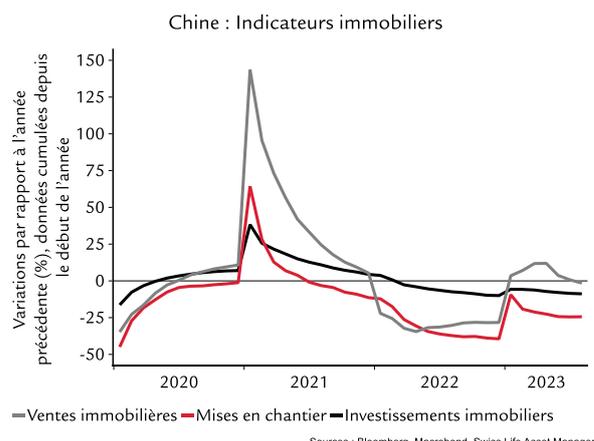
L'immobilier reste un casse-tête

Tandis que les données conjoncturelles suggèrent une légère stabilisation, le secteur chinois de l'immobilier n'a pas donné de signe positif. Les principaux indicateurs restent globalement faibles en août. Lors de ce mois, la croissance des ventes immobilières a été négative pour la première fois de l'année, tandis que les mises en chantier et les investissements immobiliers restent en territoire négatif. L'indice des prix des maisons dans les 70 plus grandes villes du pays est en repli pour le troisième mois de rang. Ces derniers mois, l'exécutif a annoncé différentes mesures de soutien au secteur immobilier. Outre l'assouplissement monétaire, les conditions d'octroi d'hypothèques et certaines restrictions à l'achat ont été allégées depuis fin août. Selon nous, il faudra quelques mois avant que les mesures prises aient un effet visible. Comme sur le plan conjoncturel, nous ne considérons toutefois pas ces mesures comme un accélérateur de croissance – elles devraient plutôt avoir un effet stabilisateur. Le secteur de l'immobilier et de la construction au sens large, fournisseurs compris, représente près de 30% du PIB chinois. Le repli de l'activité immobilière devrait donc ternir encore plus les perspectives de croissance.

Graphique 1 : Les principaux indicateurs économiques chinois traduisent une stabilisation en août



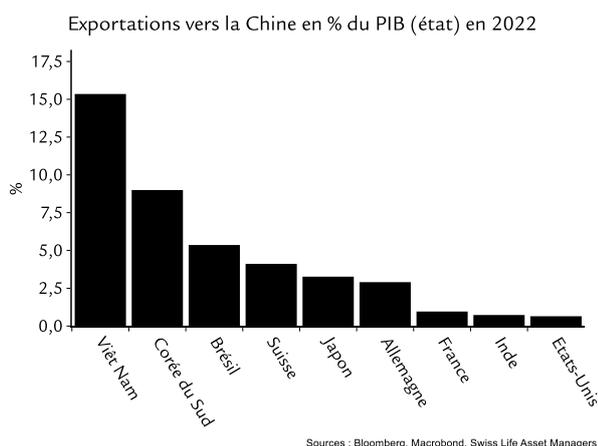
Graphique 2 : Le marché immobilier chinois poursuit son ralentissement



Contraction chinoise : quel impact sur le reste du monde ?

En début d'année, l'économie mondiale fondait des espoirs de forte croissance dans la levée des dernières mesures anti-covid en Chine. Seule la déception a été au rendez-vous, et le rebond a été bref et peu soutenu. Nous avons prévenu voilà un moment que l'effet de la reprise chinoise sur l'économie mondiale serait moins important cette fois, car elle a surtout été portée par le secteur tertiaire, à l'inverse des précédents rebonds, où l'industrie jouait le rôle de locomotive. Le secteur secondaire chinois en tant qu'acheteur est très précieux pour divers pays industrialisés comme l'Allemagne. Les Etats du Sud-est asiatique, comme la Corée du Sud ou le Viêt Nam, sont bien plus vulnérables, car ils dépendent fortement des exportations vers la Chine. Ils seront les premiers frappés par la chute de la demande. A titre d'exemple, les exportations du Viêt Nam vers Pékin représentent près de 15% du PIB vietnamien. Le ralentissement est déjà visible dans les données : ainsi, les importations chinoises depuis les pays de l'ANASE (Association des nations de l'Asie du Sud-Est) et les exportations dans la région sont en forte baisse. Les exportateurs de matières premières sont aussi particulièrement exposés, la Chine étant le plus gros consommateur des métaux industriels courants. La faiblesse du secteur immobilier devrait également tempérer la demande de ces matières premières. L'affaiblissement de l'économie chinoise a en outre provoqué une déflation des prix à la production dans le pays, ce qui signifie que Pékin n'exportera pas de pression inflationniste supplémentaire dans le reste du monde.

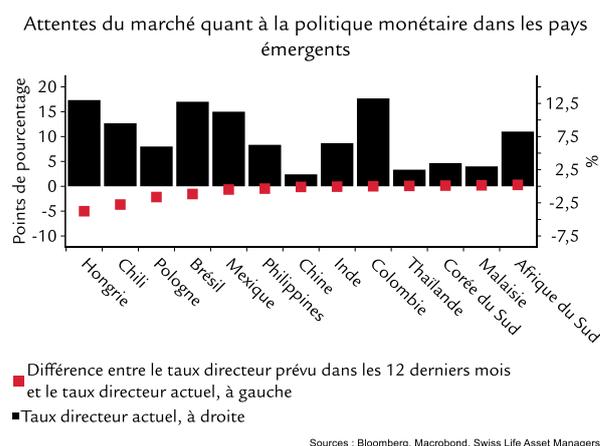
Graphique 3 : Les États d'Asie du Sud-Est sont très exposés à la faiblesse de la demande chinoise



Les banques centrales récoltent les fruits de leurs mesures

Comme expliqué dans « En un graphique », le durcissement systématique de la politique monétaire dans les pays émergents a permis de faire redescendre l'inflation sous la cible de nombre d'entre eux. Certes, ce recul vient d'être interrompu par la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, mais l'inflation sous-jacente reste en baisse et, dans une poignée de pays, en deçà du taux d'inflation globale. Actuellement, la faiblesse économique chinoise et le recul des prix des biens notamment alimentent la baisse de l'inflation sous-jacente. L'inflation des services diminue également, quoiqu'à un rythme plus faible. Les banques centrales des pays émergents devraient accueillir ces nouvelles favorablement. Nous prévoyons que les gardiens de la monnaie en Amérique latine et en Europe de l'Est en particulier vont pouvoir continuer de desserrer l'étau des taux ces prochains mois. En Asie en revanche, la prudence reste de mise, et les banques centrales excluent pour l'heure des baisses de taux (à l'exception de la Chine). Deux raisons à cela : la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, et le risque de sorties de capitaux. Un autre facteur clé de la politique monétaire des pays émergents réside dans l'évolution du dollar américain. Malgré les premières baisses de taux, les taux réels restent élevés, en Amérique latine notamment, ce qui devrait offrir une protection contre un éventuel regain de vigueur de l'USD. Selon nous, les attentes du marché quant à de nouvelles baisses de taux (voir Graphique 4) semblent trop élevées au regard de la dynamique actuelle d'inflation et de taux de change.

Graphique 4 : Le marché attend de nouvelles baisses de taux



Economic Research



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



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



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



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



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



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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Octobre 2023

Taux d'intérêt et obligations

L'effet des hausses se fait attendre

Etats-Unis

- Les taux d'intérêt suivent une trajectoire haussière, la courbe se raidissant nettement. Les rendements des obligations à 30 ans ont gagné 45 pb en septembre, alors que les banques centrales évoquaient évasivement la fin du cycle. Si les écarts investment grade (IG) ont diminué de 2 pb, les high yield (HY) ont augmenté de 8 pb.
- La Fed a maintenu ses taux directeurs, son président Jerome Powell soulignant une politique de « taux plus élevés, plus longtemps », que les marchés semblent intégrer en excluant davantage de baisses en 2024.

Zone euro

- Les rendements des Bunds à 10 ans atteignent un nouveau pic cyclique à 2,8% (+30 pb), avec un fort raidissement de la courbe des taux. Malgré ce bond, les écarts IG et HY ont été plutôt résistants, se contractant de 6 et 19 pb respectivement.
- La BCE a surpris les marchés avec une hausse de taux directeur de 25 pb, suivie d'un message relativement souple à la lumière de l'inflation sous-jacente élevée qui règne.

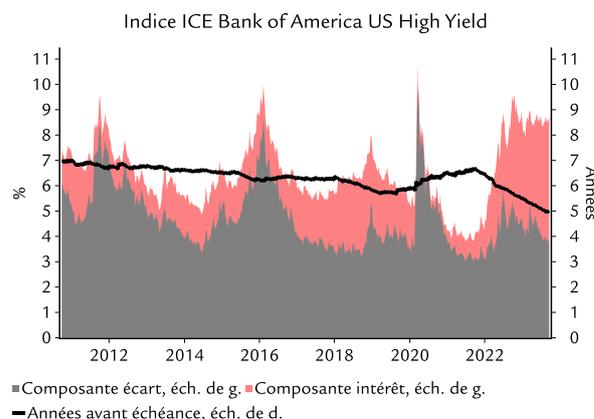
Royaume-Uni

- A rebours des tendances mondiales, les gilts à 10 ans ont cédé 12 pb, la faute à une économie mal en point, les PMI manufacturier et des services indiquant une potentielle contraction.
- En septembre, la Banque d'Angleterre a maintenu ses taux directeurs, surprenant les marchés vu les taux d'inflation toujours élevés.

Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération à 10 ans stagnent entre 0,8% et 1,1% – une situation récurrente depuis six mois – alors que l'économie avance péniblement vers un taux d'inflation inférieur à 2%.
- La BNS a laissé son taux directeur inchangé, les inflations globale et sous-jacente étant toutes deux inférieures à 2%.

Les échéances approchent, le coût du financement flambe



Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Principale arme des banques centrales pour combattre l'inflation, les hausses de taux ont augmenté le coût du financement, réduit l'investissement et la consommation, et avec eux la croissance et donc l'inflation. Mais la première reste solide et la seconde élevée. La forte activité de refinancement alors que les taux étaient au plus bas a retardé l'effet de ces hausses. Entreprises et ménages pouvaient emprunter à peu de frais et à long terme tout en dopant leurs réserves de liquidités. Par conséquent, le besoin d'emprunt au coût élevé actuel est faible. Les émissions primaires, notamment dans le secteur HY, ont nettement reculé, l'échéance moyenne signant un plancher record. L'échéance de très nombreuses obligations approchant, le refinancement à des niveaux de taux globaux actuellement très élevés se profile. Avec la position restrictive de la Fed, des baisses de taux notables ne pourraient se produire qu'après de fortes hausses d'écarts de crédit, brillant par leur absence jusqu'ici. Nous maintenons notre position nette courte en risque de crédit, surtout après l'envolée récente des taux, susceptible d'empêcher de nombreux émetteurs moins solides de se financer. Notre position est longue en durée. Sans exclure des pics de taux à court terme, nous jugeons que tout événement sur le crédit émergent pourrait déclencher une baisse des taux d'intérêt.

Actions

Fed offensive, correction plus marquée

Etats-Unis

- Le marché a perdu 5,2% en septembre, signant un rendement de 12,6% depuis janvier (toutes les données sont au 26 septembre).
- Après des résultats trimestriels meilleurs que prévu ayant porté les actions à des niveaux élevés, celles-ci ont nettement reflué.
- Elles ont pâti de la position offensive réaffirmée de la Fed, qui a fait grimper un peu plus le rendement du T-Bond à 10 ans. La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques.

Zone euro

- Le marché perd 4,0% en septembre, et signe +9,3% depuis début 2023.
- Les résultats ont été meilleurs que prévu dans l’UEM également. Ses données économiques ont toutefois déçu, plusieurs pays tutoyant la récession, l’Allemagne notamment. A long terme, la valorisation du marché européen reste très intéressante.

Royaume-Uni

- Le marché signe +3,1% en septembre après que la Banque d’Angleterre s’est abstenue de nouvelles hausses de taux. La performance depuis janvier est de +5,4%.
- Le marché britannique affiche toujours la plus faible valorisation de tous les marchés développés, mais nous y voyons un « piège de la valeur ».

Suisse

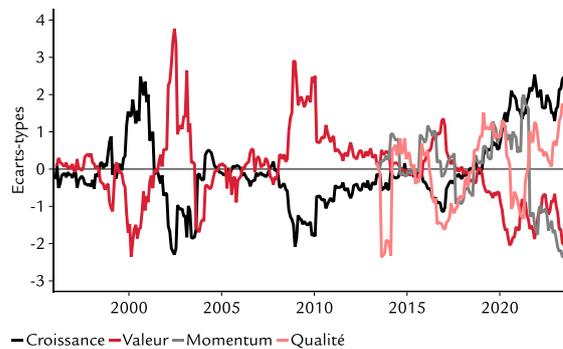
- Le marché suisse a cédé 1,9% en septembre, signant +3,9% depuis janvier.
- Les actions helvètes ont surperformé les européennes, surtout en raison de leur moindre exposition aux titres très cycliques.
- Ce marché est le plus cher, derrière l’américain.

Marchés émergents

- Un mois de septembre décevant, avec un repli de 3,2% ; le gain depuis début 2023 est de 1,2%, en retrait des autres marchés des actions.
- Croissance toujours faible et nouvelles difficultés du secteur immobilier, en plus de l’appréciation de l’USD, ont pénalisé les actions chinoises, et la performance des marchés émergents par ricochet. Les mesures de relance annoncées par Pékin demeurent insuffisantes.

Valorisation de style : des différences considérables

MSCI USA : valorisations des styles (normalisées) relatives au marché (Etats-Unis)



Cette année, les disparités de performance des styles d’investissement¹ « croissance », « valeur », « qualité » et « momentum » sont exceptionnellement marquées. Aux Etats-Unis par exemple, le facteur « croissance » affiche +35% depuis janvier 2023, alors que « valeur » ne progresse que de 3%, en plus d’une surperformance ininterrompue des autres styles observée depuis 2008. Depuis 2010, le style « croissance » a surperformé « valeur » lors de 11 années sur 14.

La valorisation relative contraste nettement et a suivi une évolution très différente. Elle atteint des niveaux extrêmes : par rapport au marché américain dans son ensemble, la valorisation relative du style « croissance » atteint presque deux écarts-types au-dessus de sa moyenne historique de zéro. Celle du style « valeur » est deux écarts-types inférieure à la moyenne historique, soit un différentiel combiné de 4,5 écarts-types.

Le graphique montre que ce cas de figure est réservé aux crises, pas aux marchés « normaux ». On y voit aussi le retour de bâton des différences extrêmes de valorisation : toute valeur très élevée ou très faible a tendance à corriger pour converger vers la moyenne historique. Les différences deviennent plus marquées à partir de 2018. Si l’on se fie au passé (ce que nous faisons), la probabilité que « valeur » et « momentum » dominent « croissance » et « qualité » lors du prochain cycle économique est bien supérieure à 50%.

¹ **Croissance** : style axé sur les perspectives d’un titre, ainsi que la santé et la solidité globales d’une entreprise. **Valeur** : identifier avant le reste du marché les titres à la valorisation inférieure à la valeur intrinsèque. **Qualité** : entreprises aux solides fondamentaux (rendement des capitaux propres élevé, faible endettement, croissance des bénéfices stable). **Momentum** : tirer parti des tendances à la hausse ou à la baisse du cours et des perspectives de gains d’un titre.

Devises

Vigueur durable du billet vert

Etats-Unis

- L'USD continue sur sa lancée en septembre, et s'apprécie face à toutes les grandes devises, surtout face à la GBP et au CHF.
- Nous maintenons notre avis positif sur le billet vert le mois et le trimestre prochains. L'avantage du taux d'intérêt (« carry ») américain devrait rester important, favorisant l'USD.

Zone euro

- Le taux de change EUR/USD continue de baisser en septembre, glissant sous 1,06. Les données économiques de l'UEM continuent de décevoir, et malgré la hausse côté BCE et la pause côté Fed, le carry réel américain continue de soutenir le billet vert.
- Nous restons négatifs le mois et le trimestre prochains ; l'EUR devrait évoluer latéralement face à la GBP et au CHF ces trois prochains mois.

Royaume-Uni

- En septembre, la GBP cède 4% à l'USD et figure parmi les moins bons élèves des devises des 10 pays les plus riches. Elle a subi une pression à la vente après que la Banque d'Angleterre a laissé son taux inchangé, surprenant les marchés, ceux-ci ayant prévu une hausse de plus.
- La paire GBP/USD devrait être orientée à la baisse le mois et le trimestre prochains.

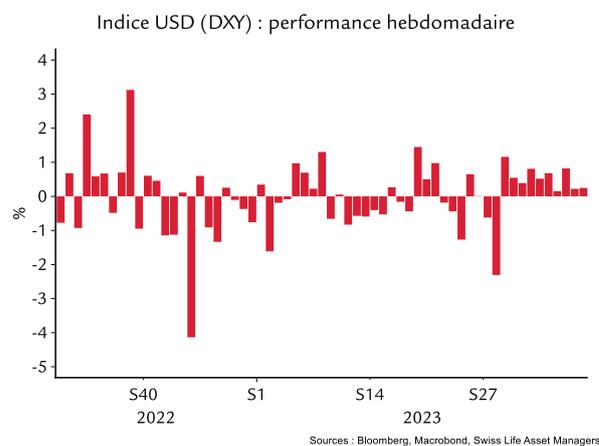
Suisse

- La paire USD/CHF poursuit sa hausse, franchissant à nouveau 0,90 en septembre. La paire EUR/CHF a connu un vif rebond après la réunion de la BNS qui a laissé ses taux inchangés, alors que le marché pensait qu'elle emboîterait le pas à la BCE.
- Nous maintenons notre vision neutre sur la paire le mois et le trimestre prochains.

Japon

- La paire USD/JPY a gagné 2,5% supplémentaires en septembre. Le creux de juillet n'a été que passager dans la tendance haussière a priori ininterrompue.
- Toutefois, nous pensons que cette trajectoire à la hausse a fait son temps et prévoyons une inversion au prochain trimestre. Nous sommes donc négatifs sur la paire à un et à trois mois.

Le billet vert étend son règne



La vigueur de l'USD est sur une lancée remarquable ces derniers mois, l'indice correspondant s'appréciant chacune des dix dernières semaines. Les larges différentiels entre les devises aux rendements les plus et les moins élevés ont caractérisé l'environnement ces derniers mois : les investisseurs étaient en recherche de carry. Dans ce contexte, l'USD était intéressant, car il associe rendement élevé et nature défensive, un atout en période où l'on goûte peu le risque. De plus, l'USD a profité des données économiques américaines plutôt bonnes. Les dernières décisions des banques centrales ont également porté le billet vert, même si la Fed marque une pause dans son cycle, ce que le marché avait largement anticipé. La BNS et la Banque d'Angleterre l'ont imitée et n'ont pas relevé leurs taux. En revanche, le marché attendait une hausse de leur part, entraînant des ventes massives de CHF et de GBP au profit de l'USD. Même si la BCE a relevé ses taux directeurs de 25 pb supplémentaires, comme attendu par le marché, la hausse du carry n'a pas porté l'EUR face à l'USD. Le durcissement de politique monétaire sur fond de ralentissement de la croissance dans la zone euro l'a emporté sur les effets positifs d'un resserrement du carry entre les Etats-Unis et l'UEM. Selon nous, la vigueur de l'USD va se prolonger, car les facteurs favorables mentionnés ci-dessus vont rester en place ces trois prochains mois. De plus, les risques de déflation chinoise pourraient davantage influencer la trajectoire d'inflation de l'UEM que celle des Etats-Unis, permettant à la BCE d'adoucir le ton plus rapidement. Alors qu'une économie qui ralentit en profitera, le carry se creusera un peu plus.

Swiss Life Asset Managers



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



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



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



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

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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset 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.