

Mai 2024

## A retenir

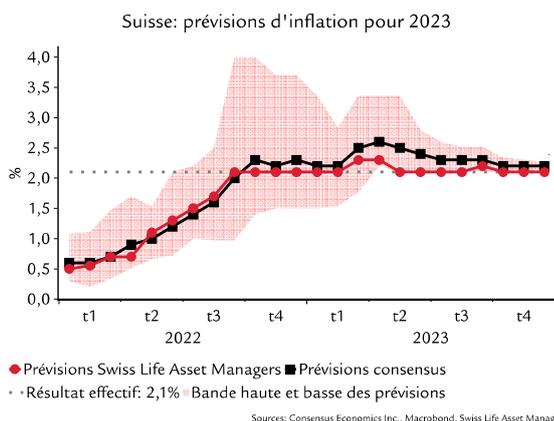
- Etats-Unis : croissance solide, forte inflation, mais pression salariale toujours en repli
- Europe : les pays d'Europe méridionale actuellement champions de l'UEM
- Chine : forte croissance au 1<sup>er</sup> trimestre, mais la dépression immobilière présage une dynamique en repli

## Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 8 avril 2024

## Graphique du mois



Consensus Economics, leader mondial de l'évaluation des prévisions de conjoncture, récompense chaque année les projections les plus précises. En 2023, Swiss Life Asset Managers atteint une fois de plus la plus haute marche du podium du prix Forecast Accuracy Award pour la Suisse. Le graphique ci-contre présente l'évolution de nos prévisions d'inflation pour 2023 depuis janvier 2022. Le choc consécutif à l'attaque russe en Ukraine a demandé initialement des corrections régulières de la projection. Mais à partir d'octobre 2022, notre prévision légèrement inférieure à celle du consensus était très proche de la réalité.

## Etats-Unis

### Pression salariale en repli

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,3%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

A la clôture de la rédaction, les chiffres officiels du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre n'avaient pas encore été publiés. Toutefois, les données d'activité disponibles indiquent qu'après un deuxième semestre 2023 vigoureux, la croissance américaine s'est désormais stabilisée autour de 2% en rythme annuel. La consommation des ménages est solide – les ventes au détail en mars ont compensé un début d'année timide – tandis que la production industrielle évolue latéralement depuis mi-2022. Dans ce secteur, un rebond se dessine pour le 2<sup>e</sup> trimestre: les PMI indiquent une amélioration globale des carnets de commandes depuis janvier. A l'inverse, la forte hausse du volume de transactions sur le marché résidentiel a déjà subi un coup de frein en mars, et les perspectives pour le 2<sup>e</sup> trimestre se sont assombries. Ce recul est dû à l'augmentation des taux hypothécaires, les marchés financiers ayant nettement revu à la baisse leurs attentes en matière de réductions des taux directeurs. Le marché du travail demeure une lueur d'espoir pour la Fed, car la pression salariale diminue légèrement. Le nombre de postes vacants recule et les salariés sont moins enclins à changer d'entreprise que ces années précédentes. Si les prévisions record en matière d'immigration pour l'année en cours se confirment, cela pourrait constituer un « choc d'offre positif » pour l'économie : autrement dit, un facteur bénéfique à la croissance et à l'emploi, sans augmentation de la pression salariale.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,3%	2024 : 2,9%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

En mars également, l'inflation a donné matière à inquiétude : hausse des prix de l'énergie, forte inflation des coûts du logement et des primes d'assurance auto devenues l'un des principaux moteurs de l'inflation. Les effets de rattrapage post-covid semblent être à l'œuvre (hausse des prix des véhicules, normalisation du kilométrage). Les spécialistes s'accordent à dire que la pression sur les prix devrait s'atténuer au plus tard en 2025.

## Zone euro

### L'Europe méridionale va presto

#### Croissance du PIB

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

Depuis janvier, l'évolution de la zone euro est globalement conforme à nos prévisions. Le sud du Vieux Continent, Italie et Espagne en tête, fait figure de champion. Dans ces deux pays, les PMI du secteur des services comme celui de la production s'inscrivent au-dessus du seuil de croissance des 50 points, à un niveau bien supérieur aux attentes. En France et en Allemagne, les mêmes indicateurs restent englués sous le seuil des 50 points. Seuls disponibles à la clôture de la rédaction, les chiffres d'avril des deux plus grandes économies de l'UEM témoignent d'une nouvelle amélioration du moral du secteur tertiaire. Ainsi, le secteur manufacturier reste en besoin de rattrapage par rapport aux services. De premiers signes encourageants émanent d'Allemagne, où la production industrielle a livré une bonne surprise en février. La consommation s'améliore légèrement elle aussi. La légère hausse du taux d'épargne indique en effet la présence d'un potentiel d'optimisation. Le moral des ménages dans la zone euro s'est constamment amélioré ces derniers mois, mais demeure inférieur à la moyenne à long terme. Nous attendons toutefois une nouvelle hausse des salaires réels en raison du repli de l'inflation: une situation qui devrait porter un peu plus le climat de consommation et les dépenses des ménages ces prochains mois.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,3%
2025 : 2,0%	2025 : 1,9%

En mars, les chiffres étaient encourageants. L'inflation globale s'est inscrite à 2,4% par rapport à 2023, et la sous-jacente a encore baissé pour atteindre 2,9%. L'objectif de 2% de la BCE est ainsi à portée de main. Selon nous, la BCE sera prête à effectuer la première baisse du cycle lors de sa prochaine réunion de politique monétaire en juin. Le marché semble partager ce point de vue.

## Allemagne

### Rebond de la construction

#### Croissance du PIB

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

Les données d'activité en février présentent un tableau contrasté. Les ventes au détail ont diminué de 0,4% par rapport à janvier, alors qu'une hausse de 0,5% était attendue. Le recul a été très marqué dans l'e-commerce, qui continue de se normaliser, mais reste supérieur de 8,4% au niveau pré-covid. La vente de carburant et de produits alimentaires est également en net repli. La production industrielle a pour sa part livré une bonne surprise, avec de fortes progressions dans la construction et les secteurs gourmands en énergie. Le secteur de la construction dépasse ainsi pour la première fois son niveau de juin 2022, atteint juste avant le cycle de resserrement de la BCE. Le rebond des permis de construire est pour sa part moins évident. S'il a connu une légère hausse en février, il reste inférieur de 40% à son niveau de juin 2022. Selon l'indice ifo du climat des affaires, les entreprises de construction, surtout dans l'immobilier résidentiel, demeurent pessimistes malgré une amélioration marginale. Les baisses de taux envisagées par la BCE devraient toutefois créer un certain apaisement. Bien que le PMI industriel ait une fois de plus déçu les attentes en avril, nous prévoyons, pour cet indicateur également, de meilleurs chiffres ces prochains mois. Des signaux positifs émanent déjà du tertiaire, où le PMI est à son plus haut depuis juillet 2023.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,4%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

L'inflation globale a continué de baisser et atteint 2,2% en mars. La sous-jacente recule moins, à 3,2%. Ajustés des variations saisonnières, les prix des services en comparaison annuelle augmentent moins qu'attendu. Toutefois, nous observons toujours une certaine ténacité, notamment dans l'indice des prix du PMI des services. Les prix des biens de consommation de base, ajustés des variations saisonnières, baissent même pour la première fois depuis avril 2021. Nous n'attendons pas de nouveaux replis mensuels. L'inflation globale devrait même légèrement augmenter avec la normalisation de la TVA.

## France

### L'inflation bientôt inférieure à 2%

#### Croissance du PIB

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

La nouvelle du déficit public de la France inscrit à 5,5% du PIB en 2023 a fait grand bruit. La relance budgétaire issue de ce creusement du déficit explique la robustesse de la croissance française par rapport à celle de son voisin allemand l'an dernier. Depuis un certain temps déjà, c'est un élément central de nos prévisions pour 2024 : la politique budgétaire sera désormais un frein. Avec une dette publique établie à 111% du PIB, Bercy ne satisfait pas non plus – et de loin – au second critère de Maastricht. Le Président Emmanuel Macron entend toujours ramener le déficit sous les 3% d'ici 2027, mais les hausses d'impôts à des fins d'assainissement restent tabou pour l'Elysée et le Premier ministre Gabriel Attal. En revanche, des coupes budgétaires ont déjà été annoncées pour 2024. Nous prévoyons toujours un redressement du cycle conjoncturel, ce qui devrait réduire quelque peu la tension sur les recettes fiscales. En effet, jusqu'en février, celles-ci sont supérieures à leur niveau de 2023. Reste à voir si cette tendance va se confirmer. Les autres indicateurs conjoncturels disponibles depuis pointent toujours en direction d'une amélioration des conditions-cadres économiques. Le moral des ménages, en particulier, s'est nettement amélioré à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre.

#### Inflation

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

En mars, le taux d'inflation était nettement inférieur aux attentes, selon une enquête de l'agence de presse Bloomberg: 2,3%, un chiffre inférieur de 0,7% à la valeur de février. Ce recul est d'autant plus impressionnant que les effets saisonniers auraient laissé présager une distorsion à la hausse, en raison de la date précoce de Pâques. Malgré une nouvelle progression des prix de l'énergie, l'objectif de 2% se rapproche. D'après nos prévisions, le taux d'inflation glissera sous 2% au 3<sup>e</sup> trimestre, une première depuis août 2021.

## Italie

### Le vent tourne dans l'industrie

En mars également, tous les chiffres indiquent que l'Europe méridionale, y compris l'Italie, affichent une dynamique supérieure à celle des grandes économies de l'UEM comme l'Allemagne ou la France. Même le cycle industriel y semble plus avancé : fait inédit depuis un an, une majorité relative des directeurs d'achat des entreprises du secteur ont indiqué dans l'enquête PMI que la production et les carnets de commandes s'amélioreraient. Parmi les prestataires, le sous-indice des affaires nouvelles a même atteint son plus haut depuis août 2021. Il est réjouissant de constater que le repli annoncé dans le secteur de la construction du fait de la diminution des subventions exceptionnelles semble être compensé par la performance du tertiaire. La même mécanique est à l'œuvre côté emploi, de sorte que la population active totale a atteint un sommet inédit fin 2023. Le repli de l'inflation italienne a fortement surpris, et il soutient le pouvoir d'achat. Globalement, nous avons légèrement relevé notre prévision de croissance pour 2024, et abaissé celle de l'inflation.

## Espagne

### Une industrie solide

La dynamique espagnole est similaire à l'italienne, et les données économiques actuelles brossent un tableau encourageant. Le PMI espagnol d'avril n'était pas encore disponible à la clôture de la rédaction, mais les chiffres pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2024 traduisent une évolution favorable du secteur industriel comme des services. Ce dernier reste morose dans la zone euro. En mars, le PMI du secteur secondaire espagnol s'inscrivait à 51,4 (contre 46,1 pour l'UEM), nettement au-dessus du seuil de croissance. « Production future » et « emploi » sont les composantes les plus solides de l'indice global. Une dynamique qui se reflète également dans les chiffres de la production industrielle, qui a progressé d'environ 0,6% en janvier et en février, par rapport au mois précédent. Ces signaux positifs présentent un maintien de cette trajectoire au-delà du 1<sup>er</sup> trimestre. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance du PIB à 1,5% pour cette année.

## Suisse

### Le commerce extérieur recule

#### Croissance du PIB

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

*A posteriori*, la Banque nationale suisse (BNS) a reçu la confirmation de sa baisse surprise des taux d'intérêt en mars par diverses données conjoncturelles. Elle avait explicitement motivé cette décision de politique monétaire par un soutien au développement économique. Les chiffres de l'Office fédéral de la douane et de la sécurité des frontières (OFDF) montrent p. ex. un repli dans huit des onze catégories de marchandises exportées au 1<sup>er</sup> trimestre par rapport au précédent. Ces données viennent étayer notre hypothèse principale, à savoir que le stimulus de la demande venue de Chine va manquer à l'appel. Les ventes de véhicules, corrigées des variations saisonnières, traduisent également une demande intérieure toujours amorphe. Le nombre d'immatriculations par rapport au trimestre précédent recule de 4,8%. Outre ces chiffres de l'économie réelle, les résultats des enquêtes de mars auprès des directeurs d'achat dans le secondaire, le tertiaire et dans les PME restent en territoire négatif, sous les 50 points. Le moral des ménages affiche pour sa part une légère amélioration. En Suisse comme ailleurs, nous prévoyons que la hausse des salaires réels et les conditions de financement plus avantageuses dynamiseront les développements de projets et les dépenses d'équipement. Pour 2025, notre prévision reste prudemment optimiste par rapport à celle du consensus.

#### Inflation

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

Les données d'inflation confirment également à la BNS qu'un revirement de politique monétaire était le bon choix. Inscrite à 1% en mars, l'inflation est pile au centre de la fourchette cible de la BNS, à savoir entre 0% et 2%. La hausse des prix de l'énergie et des loyers alimentera jusqu'en juillet une nouvelle hausse temporaire du renchérissement annuel. En fin d'année, le taux devrait toutefois redescendre juste en dessous des 1%.

## Royaume-Uni

### L'amorce d'un retour

#### Croissance du PIB

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

La croissance mensuelle du PIB en février confirme que le Royaume-Uni est en train de s'extirper de la récession technique du second semestre 2023. En février, le PIB mensuel a progressé de 0,1% par rapport à janvier, l'essor de l'industrie manufacturière agissant comme locomotive. Les premières données économiques de mars, notamment les ventes au détail, sont toutefois moins bonnes que prévu. Les PMI pour le mois d'avril indiquent un ralentissement, tout au moins pour le secteur industriel. Néanmoins, nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB pour cette année à 0,3%, car les deux premiers mois de l'année ont dépassé nos projections. Les derniers chiffres du marché de l'emploi livrent un tableau contrasté. D'une part, la hausse des salaires dans le privé demeure élevée, de l'autre, la situation sur le front du chômage se dégrade : son taux affiche une augmentation surprise de 4,0% à 4,2%. En parallèle, le nombre d'offres d'emploi ne cesse de reculer. Toutefois, les chiffres mensuels de la croissance et les enquêtes auprès des entreprises traduisent une amélioration de la conjoncture britannique. Le marché du travail devrait en profiter et la croissance des salaires demeurer élevée. Pour la Banque d'Angleterre, ces signaux et les données d'inflation resteront un indicateur précieux pour donner le coup d'envoi des baisses de taux.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

A 3,2% en mars, l'inflation par rapport à l'année dernière est plus persistante que prévu. L'inflation des services, en particulier, est restée obstinément élevée. Les prévisions du marché quant aux baisses de taux éventuelles de la Banque d'Angleterre ont été largement décalées, avec un premier pas attendu en août (contre juin il y a un mois). Les chiffres d'inflation en avril et mai indiqueront à la gardienne de la livre sterling si la pression sur les prix reflue durablement.

## Chine

### Pic de croissance atteint

#### Croissance du PIB

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

Au premier trimestre, l'économie chinoise a signé une croissance de 5,3%, nettement supérieure à nos prévisions. Deux facteurs principaux expliquent cette performance. En premier lieu, pour la première fois depuis 2019, le Nouvel An a pu se dérouler sans restriction liée au covid. La consommation a donc été dopée par la demande refoulée de déplacements et de dépenses associées. De plus, l'Etat a largement soutenu l'industrie manufacturière grâce à des projets d'infrastructure, tandis que la résilience de l'économie américaine et des pays émergents a soutenu les exportations chinoises. En raison de ce bond inattendu, nous avons relevé notre prévision pour 2024 de 4,5% à 4,9%. Nous estimons toutefois que la croissance séquentielle aura atteint son pic lors de ce trimestre, et qu'elle sera moins soutenue pour le reste de l'année. Les indicateurs mensuels de mars pointent déjà vers un ralentissement, notamment dans les ventes au détail et dans la production industrielle. De plus, les témoins du marché immobilier virent à l'orange dans l'investissement, la vente et les prix. Nous n'attendons pas d'amélioration significative dans un avenir proche. Le moral des ménages devrait donc se maintenir à un faible niveau.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,8%
2025 : 1,9%	2025 : 1,6%

A 0,1% en mars, l'inflation chinoise est inférieure à nos prévisions. Parallèlement, les prix à la production demeurent en territoire déflationniste. Cela s'explique par une demande atone et des capacités excédentaires dans différents secteurs. En d'autres termes, la Chine – avec ses prix des marchandises en baisse – va soutenir la tendance déflationniste mondiale.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Mai 2024

## Taux d'intérêt et obligations

L'inflation remet en cause les baisses de taux

*Rendements obligataires et écarts investment grade*

	Taux des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Avril 2024*	Year-to-date*	Actuel	Avril 2024*	Year-to-date*
US	4,6%	44 pb	76 pb	90 pb	0 pb	-9 pb
Zone euro	2,6%	29 pb	57 pb	112 pb	-2 pb	-26 pb
UK	4,3%	40 pb	80 pb	121 pb	2 pb	-18 pb
CH	0,7%	12 pb	9 pb	78 pb	-1 pb	-5 pb

Taux des obligations d'Etat zone euro = Allemagne. \* Variation au 24 avril.  
Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Inflation et chiffres d'activité en hausse surprise ont dopé les rendements des T-Bonds. Stabilité des écarts de crédit : espoir que la croissance nominale plus forte booste les bénéfices.
- La Réserve fédérale est revenue sur certains de ses commentaires antérieurs qui laissaient présager une politique monétaire plus expansionniste.

### Zone euro

- Situation similaire en Europe (rendements obligataires d'Etat élevés et écarts stables), malgré la vente d'actions en raison des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.
- Première baisse de taux de la BCE attendue en juin, vu la croissance morose et l'inflation en baisse.

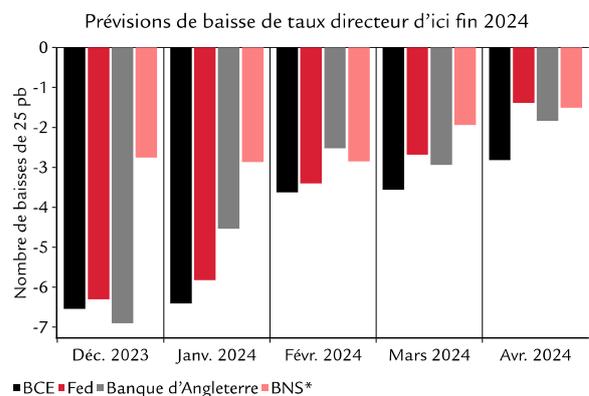
### Royaume-Uni

- L'indice PMI des services et l'inflation, plus élevés que prévu, ont fait bondir les rendements obligataires d'Etat, les marchés réduisant à deux le nombre de baisses de taux directeurs prévues.
- Les écarts de crédit ne se sont creusés qu'à la marge.

### Suisse

- Comme leurs pendants mondiaux, les rendements des obligations de la Confédération ont augmenté en avril ; les écarts sont restés inchangés.
- A 1% en mars, l'inflation conforte la décision de baisse de taux de la BNS, et nous en attendons une autre plus tard cette année.

*Une baisse de taux d'intérêt malgré la hausse de l'inflation*



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 24 avril 2024  
\* La BNS a déjà baissé son taux directeur le 21 mars 2024

Malgré une inflation en début d'année bien supérieure aux 2% visés, les investisseurs ont été optimistes et prévu jusqu'à sept baisses de taux par la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) et la BCE. Hausse générale des actifs financiers, en réaction positive aux conditions financières assouplies et aux signes de forte croissance nominale. Mais on ne peut avoir le beurre et l'argent du beurre. En avril, sur fond d'inflation américaine tenace – que nous soulignons le mois dernier – les rendements des T-Bonds à 10 ans ont bondi de 50 pb. Parallèlement, les marchés ont dû absorber un grand volume d'émission pour financer l'important déficit public américain. De nouvelles hausses finiraient par heurter les actifs risqués et la croissance économique. Ce n'est pas l'hypothèse retenue au vu des niveaux actuels. Le Trésor garde des leviers pour ajuster la structure d'émission afin d'alléger la pression sur la dette souveraine. Avec l'élection présidentielle en novembre, il est dans l'intérêt de l'exécutif sortant de préserver la stabilité des marchés et de l'économie. Nous ne recommandons donc pas de nette sous-pondération du risque et restons neutres. Taux d'intérêt élevés, montée de la pression inflationniste et volume d'émission en hausse constituent des risques à nos yeux. Quant à la durée, certains de ces risques sont déjà intégrés aux niveaux actuels.

## Actions

Le revers d'avril, premier d'une série ?

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Avril 2024*	Year-to-date*
Etats-Unis	-3,5%	6,4%
Zone euro	-1,2%	8,9%
Royaume-Uni	1,4%	5,5%
Suisse	-2,2%	3,3%
Marchés émergents	-0,7%	1,7%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale.

\* Variation au 24 avril. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Moins de baisses de taux directeurs attendues, hausse de l'inflation, des taux d'intérêt et de l'incertitude géopolitique : le marché cède 3,5% en avril.
- Les premiers résultats trimestriels sont bons, mais pas de taille à impressionner les investisseurs.
- La valorisation du marché américain reste très supérieure aux moyennes historiques, et à celle d'autres marchés.

### Zone euro

- En baisse de 1,2%, le marché européen a surperformé l'américain en avril également.
- Sa valorisation est désormais neutre.

### Royaume-Uni

- Une fois de plus, le marché britannique a prouvé sa nature défensive par un gain marginal en avril. Il a refait son retard sur le plan de la performance depuis le début d'année.
- Sa valorisation est toujours faible, et son rendement du dividende élevé, à 3,9%.

### Suisse

- Le marché a perdu 2,2% en avril, et reste à la traîne des autres grands marchés sur l'année en cours.
- Lors de la seconde quinzaine d'avril, Novartis et Nestlé ont résisté, et porté le marché suisse.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

### Marchés émergents

- Malgré leur nature cyclique, les marchés émergents ont été plutôt solides en avril, mais faibles depuis janvier.
- La performance est en ordre dispersé : +30% pour le marché turc, et -5% pour le brésilien.
- La valorisation des marchés émergents est quasiment neutre.

### Marchés et premières baisses de taux directeurs

La BNS a déjà baissé son taux directeur de 25 pb. La BCE devrait entamer son cycle en juin et, aux Etats-Unis, les contrats à terme de la Fed laissent supposer deux baisses en 2024. L'impact économique sur le marché des actions reste incertain. Généralement, les taux directeurs baissent quand l'économie et l'inflation ralentissent. La baisse des taux d'actualisation est positive, mais contrebalancée par l'impact négatif d'une croissance des bénéfices potentiellement plus faible, voire négative. De plus, il faut tenir compte de la réaction de la valorisation. Historiquement, le marché réagit à la première baisse selon les conditions économiques prédominantes (voir tableau ci-dessous). Si cette baisse est liée à une récession, la réponse moyenne du marché (performance des actions vs obligations) est négative. A l'inverse, s'il y a eu atterrissage en douceur, la réaction est généralement positive.

### Actions vs obligations après baisse de taux (Etats-Unis)

Première baisse	Dernière baisse	Récession	Performance actions - obligations 12 mois après la première baisse
Sept. 1984	Févr. 1988	Non	-7%
Juin 1989	Sept 1992	Oui	12%
Juil. 1995	Nov. 1998	Non	26%
Janv. 2001	Juin 2003	Oui	-9%
Sept. 2007	Déc. 2008	Oui	-24%
Août 2019	Mars 2020	Oui	-5%

Source : Goldman Sachs

La performance moyenne relative suivant une récession est de -7%, et de +10% sans récession. Seul dans un des deux cas, la performance des actions sur 12 mois a en outre été positive. La réaction ne privilégie donc pas les actions sur les obligations. A noter toutefois que depuis 1970, les actions gagnent en moyenne 9% dans les six mois suivant la première baisse de taux directeur. La valorisation du marché américain des actions sur les 12 mois suivants dépend aussi des conditions économiques prédominantes. Dans les cas sans récession, la valorisation progresse de 18% et, étonnamment, de 5% en période de récession. Idem en zone euro, où elle progresse de 19% (dans les trois cas, la baisse de taux était associée à une récession). En creux : les bénéfices diminuent fortement en phase de contraction, et la hausse de valorisation qui suit ne parvient pas à compenser pleinement l'effet de taux plus bas. En bref, au début d'un cycle de baisse, une vision prudente des marchés des actions est justifiée à très court terme.

## Devises

La divergence politique a porté l'USD

### Aperçu des principales devises

	Avril 2024*	Year-to-date*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	-0,8%	-3,1%	→
EUR/CHF	0,6%	5,4%	↘
GBP/USD	-1,3%	-2,1%	→
USD/JPY	2,6%	10,1%	→

\* Variation au 24 avril. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Avril a été marqué par la vigueur de l'USD, qui s'est apprécié face à toutes les grandes devises, gagnant 1,3% pondéré des échanges.
- Le potentiel de hausse en mai est limité (voir texte ci-contre).

### Zone euro

- En avril, l'EUR a cédé du terrain à l'USD, mais en a repris au CHF après un creux en milieu de mois.
- La BCE semble déterminée à entamer son cycle de baisse en juin, ce que les marchés financiers anticipent déjà pleinement. Nous sommes donc neutres sur l'EUR vs l'USD, et restons négatifs sur la paire EUR/CHF.

### Royaume-Uni

- La livre sterling a cédé du terrain à l'USD et été affectée par la question de la divergence de politique monétaire. Le marché doute de la capacité de la BoE à baisser les taux avant la Fed, mais le gouverneur Andrew Bailey a souligné l'indépendance de son institution vis-à-vis d'autres banques centrales.
- L'USD devrait donc perdre de sa vigueur face à la GBP en mai ; nous passons donc à neutres sur la paire.

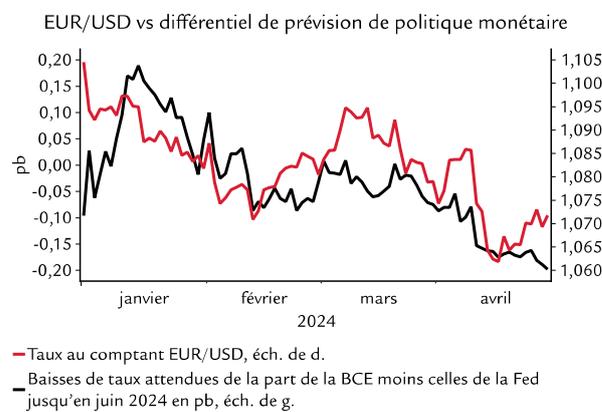
### Suisse

- Nous doutons de la prévision du marché d'une autre baisse par la BNS en juin. Si notre scénario se confirme, cela réduirait le carry de l'EUR face au CHF. La paire EUR/CHF devrait donc baisser en mai.

### Japon

- Le JPY reste faible, et la lanterne rouge des grandes devises face à l'USD. Nous ramenons de haussière à neutre notre position à 1 mois sur la paire USD/JPY, mais avec une vigueur limitée de l'USD plutôt qu'une vigueur du JPY.

### Une pause attendue en mai pour l'USD



La divergence croissante des attentes de politique monétaire de la Fed et des autres grandes banques centrales, notamment la BCE, a animé les marchés des changes. L'inflation de l'IPC américain en avril a marqué un tournant pour les marchés, avec une inflation plus forte que prévu. Avant la publication de l'IPC, le marché attendait des baisses d'environ 70 pb de la part de la Fed en 2024, contre environ 40 pb aujourd'hui. Si les attentes envers la Fed ont diminué, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a clairement fait savoir que la gardienne de l'euro était prête à procéder à une première baisse de son taux directeur en juin. L'écart qui se creuse en termes de taux d'intérêt attendus entre les deux rives de l'Atlantique a porté l'USD. En effet, la marge d'intérêt (carry) supérieure prévue dope la demande du billet vert. Outre cet avantage, l'USD jouit de son statut de valeur refuge, les tensions géopolitiques demeurant fortes. Les positions longues en USD se sont multipliées sur le marché. Le potentiel de nouvelle appréciation en mai est donc limité considérant ce positionnement. Nous passons d'un avis sur un mois baissier à neutre sur la paire EUR/USD. Une nouvelle forte appréciation de l'USD passera par une validation des prévisions de politique monétaire actuellement anticipées par le marché. Le risque pour notre prévision est une inversion de la divergence politique, où la BCE écarterait une baisse en juin. Un fort ralentissement inattendu des données américaines pourrait avoir un effet similaire.

## Allocation d'actifs

Le moral se gâte-t-il ?

### Synthèse

- Après une solide performance en mars, les marchés des actions ont fortement corrigé en avril.
- Si le risque accru de conflit israélo-iranien a certainement joué un rôle, cette correction est surtout due à la prise de conscience que la Fed ne baisserait pas les taux de sitôt au vu de la solidité économique.
- Ce revers n'a pas aidé les obligations d'Etat, la santé de l'économie ayant même fait augmenter les taux. Les rendements sont donc négatifs, mais moins que ceux des actions.
- Volatils, les écarts de crédit n'ont crû que modérément. Alors que la dette d'entreprise investment grade internationale a sous-performé la dette souveraine, la dette high yield a surpris en surperformant les emprunts d'Etat et d'entreprise investment grade. Duration plus faible et creusement minimal des écarts l'expliquent.

### Allocation d'actifs : avis actuels

Classe d'actifs	Pondération active
Obligations d'Etat mondiales	surpondération
Obligations d'entreprises globales IG*	sous-pondération
Obligations des marchés émergents	sous-pondération
Actions mondiales	neutre

\* IG = investment grade. Source : Swiss Life Asset Managers

- Si la légère correction enregistrée jusqu'ici en avril a réduit la surévaluation du marché des actions, son impact reste minime. De plus, la hausse des taux obligataires a diminué l'attractivité relative des actions face à la dette. Parallèlement, la dette souveraine américaine et surtout européenne séduit davantage en raison de la timide conjoncture, susceptible de déclencher un mouvement anticipé de politique monétaire. Fait remarquable, les prévisions d'une hausse de taux directeur plutôt que d'une baisse par la Fed augmentent. Nous jugeons ce scénario aussi improbable qu'une baisse anticipée et plus forte.
- Le très faible creusement des écarts de crédit nous a surpris. La classe d'actifs demeure donc inintéressante.
- Nous restons globalement neutres sur les actions et sous-pondérons les obligations d'entreprise au profit de celles d'Etat. Les actions ont toujours l'air vulnérables. La réaction du marché aux déceptions côté résultats de Tesla p. ex. suggère que le sentiment a faibli, sans basculer toutefois.

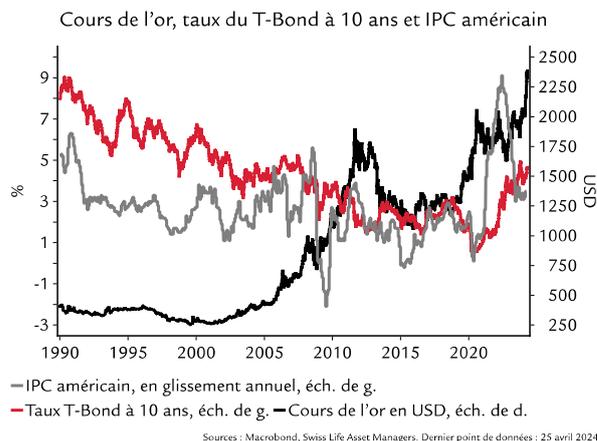
### Faut-il s'intéresser à l'or ?

En période de crise politique, l'or est souvent perçu comme la valeur refuge par excellence. Les récentes variations de son cours semblent le confirmer : selon la devise considérée, l'or gagne entre 12% et 18% depuis janvier. Faut-il donc s'y intéresser ?

Avant d'ouvrir le débat, il est important de comprendre le rôle financier du métal jaune. Techniquement une matière première, il faut considérer l'or comme une devise. Il affiche toutefois des particularités par rapport aux monnaies classiques (CHF, EUR, USD) :

1. il n'est pas émis par une banque centrale, et sa quantité n'est pas totalement connue ;
2. les banques centrales en détiennent des réserves considérables et peuvent affecter temporairement les prix en les vendant, l'offre étant limitée ;
3. hormis l'intérêt généré par son prêt, l'or n'affiche ni taux d'intérêt ni rendement réels positif de long terme à l'instar des actions et obligations.

Somme toute, l'or devrait évoluer favorablement dans un contexte de hausse mondiale de l'inflation et de banques centrales non désireuses, ou incapables, de la contrôler. Cette règle connaît des exceptions, mais ce type d'environnement est souvent très spécifique et bref – nous n'en avons pas connu cette année.



Les taux, en USD notamment, ont fortement augmenté. Si la baisse de l'inflation s'est pour partie interrompue, il est peu probable qu'elle change de direction de manière spectaculaire. Cette situation nous rappelle l'année 2011, où les taux baissaient alors que l'inflation connaissait un pic temporaire. La trajectoire positive de l'or devrait donc cesser, voire connaître une correction, à moins d'une surprise de taille côté inflation et politique monétaire.

## 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



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

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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.