

Avril 2023

## A retenir

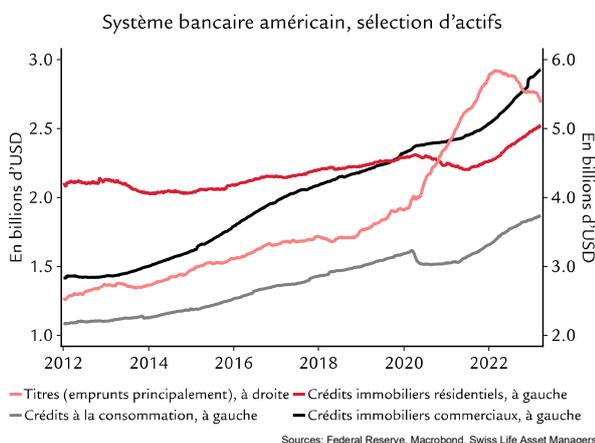
- Etats-Unis : possible durcissement de l'octroi de crédit et des conditions de financement par les banques
- Zone euro : conjoncture solide, secteur bancaire résilient, mais facteurs de croissance en bout de course
- Chine : premiers signes de stabilisation dans les ventes au détail et dans le secteur immobilier

## 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	0,9%	1,0% ↑	0,6%	0,9% ↓	4,2%	4,2% ↑	2,5%	2,6% ↑
Zone euro	0,7% ↑	0,6% ↑	0,9% ↓	1,1% ↓	5,9% ↓	5,6% ↑	2,6% ↑	2,4%
Allemagne	0,3% ↑	0,0% ↑	0,8% ↓	1,3% ↓	6,0%	6,0% ↓	2,4% ↑	2,7%
France	0,5%	0,5% ↑	1,0% ↓	1,1% ↓	4,8%	4,9% ↑	2,2% ↓	2,5% ↑
Italie	0,6% ↑	0,6% ↑	0,6% ↓	1,0%	6,5%	6,2% ↓	2,1% ↑	2,4% ↑
Espagne	1,2%	1,3% ↑	1,3% ↓	1,8% ↓	4,8% ↓	4,1% ↑	2,7% ↑	2,7%
Royaume-Uni	-0,3% ↑	-0,5% ↑	0,6%	0,7%	6,7% ↑	6,4% ↓	2,7%	2,9%
Suisse	0,7%	0,7% ↑	1,5%	1,6%	2,3%	2,5% ↑	1,5%	1,4% ↑
Japon	0,9% ↓	1,0% ↓	0,6%	1,1%	2,4%	2,3% ↑	0,7%	1,3% ↑
Chine	5,0% ↑	5,3% ↑	5,2%	5,2% ↑	2,2% ↓	2,3% ↓	2,4%	2,4% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 mars 2023

## Graphique du mois



En raison de la hausse des taux, les banques américaines ont subi de lourdes pertes comptables sur les emprunts sûrs, la classe d'actifs où elles ont « parqué » beaucoup d'argent en 2020 et 2021. Bien couverts, ces risques de taux ne posent aucun problème, car la qualité de ces placements devrait rester élevée même en cas de récession. Ce qui est bien plus problématique en phase de baisse, ce sont les pertes de qualité de crédit, voire une crise du crédit. Ces dix dernières années, le plus grand boom du crédit a concerné l'immobilier commercial, un secteur où les banques régionales sont très actives. Par conséquent, les marchés financiers devraient s'y tourner de plus en plus ces prochains mois.

## Etats-Unis

### Plus de frilosité à prêter

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,0%
2024 : 0,6%	2024 : 0,9%

Les récents remous dans le système bancaire américain sont-ils l'expression d'une crise bancaire ou financière systémique ? Nous ne le pensons pas, car les corrections de valeur ne concernent pas le livre de crédit des banques (voir « Graphique du mois »), et les fuites de dépôts ont pu être maîtrisées grâce à des mesures appropriées (hausse des taux sur les dépôts et injections de liquidités par la Fed). Le principal risque conjoncturel vient du fait que les banques pourraient redoubler de prudence dans l'octroi de crédits et ainsi durcir un peu plus des conditions de financement déjà strictes pour les entreprises et les ménages. Notre scénario de référence en tient compte et nous conforte dans notre idée que les Etats-Unis se dirigent vers une récession. Les données économiques publiées jusqu'ici, rétrospectives, n'envoient toutefois aucun signe de faiblesse. Le marché du travail reste solide, et les chiffres avancés du PMI de mars s'améliorent, notamment dans le tertiaire. Même le secteur immobilier, ballotté, donne des signes de vie. Ces chiffres solides, associés à la pression inflationniste durable, compliquent la tâche de la Fed, qui ne changera sa rhétorique qu'une fois que le faisceau d'indices de récession se densifiera.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,2%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

Les chiffres de l'inflation en février ne permettent pas de lever l'alerte. Si les prix de l'énergie reculent d'un mois sur l'autre, ceux des services et de l'alimentation augmentent. L'inflation toujours élevée dans l'immobilier résidentiel est particulièrement surprenante, malgré les nouvelles locations et la baisse des prix de l'immobilier. Pour que l'inflation globale passe de 6,0% en février à 3,2% en décembre 2023 (notre prévision), un vif coup de froid sur l'économie américaine au 2<sup>e</sup> semestre sera nécessaire.

## Zone euro

### Des banques plus résilientes ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,6%
2024 : 0,9%	2024 : 1,1%

Si la BCE est moins avancée que la Fed dans son cycle de taux, les conditions de financement ne s'en sont pas moins nettement durcies en zone euro également. La dernière enquête de la BCE sur l'évolution des normes de crédit au cours des trois derniers mois affiche au T1 2023 sa valeur la plus élevée depuis 2012, et de plus en plus d'entreprises citent le financement comme facteur entravant la production. Le secteur bancaire européen se montre plus résilient que son homologue d'outre-Atlantique. La tendance au retrait de fonds de la clientèle est moins rapide, la réglementation des liquidités est plus stricte précisément pour les petites banques, de même que les exigences de gestion des taux d'intérêt. Malgré cela, les récents remous dans le secteur bancaire devraient entraîner un nouveau tour de vis des conditions de financement dans la zone euro également. Nous prévoyons des répercussions dans l'économie réelle à partir du 2<sup>e</sup> semestre 2023. Bien que les récentes enquêtes ne reflètent que partiellement les récents remous, elles incitent – selon nous – à l'optimisme à court terme. Le PMI des services est à son plus haut depuis dix mois, et les attentes sur 12 mois restent relativement élevées, dans le tertiaire comme dans l'industrie. Cela s'explique par de plus faibles risques de récession, la normalisation des chaînes logistiques et le recul des prix de l'énergie.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,9%	2023 : 5,6%
2024 : 2,6%	2024 : 2,4%

En février, l'inflation globale a moins reculé que prévu, de 8,6% à 8,5%, et l'inflation sous-jacente a stagné à 5,6%. Tant les prix des denrées alimentaires que des services et des biens hors énergie ont augmenté plus fortement que prévu. Tandis que les premiers devraient bientôt avoir atteint leur pic, l'inflation sous-jacente devrait encore augmenter ces prochains mois, avant de refluer lentement. La lutte contre l'inflation devrait donc rester au premier plan pour la BCE.

## Allemagne

### Alors, pas de récession ?

#### Croissance du PIB

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

Les chiffres solides du trimestre en cours nous amènent à penser que l'Allemagne également va échapper, de peu, à une récession technique hivernale. Les enquêtes dans le secteur tertiaire notamment dépeignent un tableau optimiste dernièrement. Le PMI de ce secteur a surpris à la hausse, avec une valeur inédite depuis mai 2022, portée par un fort indice de l'emploi. Selon l'indice ifo du climat des affaires, les attentes dans le tertiaire pour les six prochains mois sont certes légèrement négatives, mais ont retrouvé en mars leur plus haut niveau depuis un an. Le tableau reste plus sombre pour l'industrie. Certes, la croissance mensuelle de la production industrielle a livré une bonne surprise (+3,5%), mais cela s'explique pour partie par des fluctuations dans la construction liées à la météo. La forte dégradation du PMI industriel noircit toutefois le tableau, car elle s'explique en grande partie par la poursuite de la normalisation des délais de livraison. Les enquêtes ne tiennent que partiellement compte des récents remous sur les marchés financiers et pourraient alimenter l'incertitude ces prochains mois. Globalement, les banques devraient devenir plus frileuses dans l'octroi de prêts. A court terme, l'effet positif de la situation énergétique moins tendue devrait plus que compenser celui négatif des conditions de financement durcies. Cela étant, nous prévoyons un net ralentissement de l'économie en fin d'année.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,0%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

A 8,7%, l'inflation globale est restée élevée en février. Nous prévoyons un net repli ces prochains mois, en raison d'effets de base des prix de l'énergie. Toutefois, l'inflation sous-jacente conserve un potentiel de hausse. Les entreprises semblent toujours profiter d'un fort pouvoir de fixation des prix et la pression salariale devrait rester élevée dans les services justement.

## France

### Les fruits de réformes précoces

#### Croissance du PIB

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

Les images de poubelles en feu et le vaste rejet de la réforme des retraites confirment à première vue les clichés de longue date sur le prétendu immobilisme de la société française. Il est vite oublié que ces dernières années, des fondations essentielles ont été posées en vue de meilleures conditions-cadres économiques. La numérisation progresse à grands pas, et la pandémie a joué un rôle important dans l'accélération de l'e-commerce. Le travail hybride réduit en outre la vulnérabilité du secteur des services aux débrayages dans le secteur du transport. De grands projets d'infrastructures dans les transports publics touchent à leur fin. Il faut également souligner le succès d'une réforme du marché du travail engagée précédemment. Le taux d'emploi des 15 à 64 ans a progressé de 2% par rapport à la période antérieure à la pandémie. Malgré la dynamique conjoncturelle en repli et la hausse des coûts de financement pour le secteur privé, les entreprises, d'après le PMI, s'en tiennent à leurs projets de recrutement. D'après la plateforme d'emplois en ligne Indeed, au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, seuls 5 secteurs économiques sur 36 avaient moins de postes à pourvoir sur cette période qu'au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Une pause hivernale suivie d'une croissance modérée demeure donc le scénario le plus probable pour 2023.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 4,9%
2024 : 2,2%	2024 : 2,5%

La prévision reste inchangée pour l'heure. Certes, les prix de l'énergie et de l'alimentation reculent sur les marchés mondiaux, mais une hausse du prix à la pompe ces prochaines semaines en raison des grèves n'est pas à exclure. De plus, nous prévoyons ces prochains mois un nouveau débordement de la dynamique des prix sur les catégories des services.

## Italie

### Fin du boom d'investissement ?

En février, l'Italie était l'un des rares pays industrialisés où le PMI manufacturier se trouvait en territoire de croissance. La dynamique a été légèrement plus faible dans le tertiaire, mais les données d'enquêtes pointent globalement qu'après le repli du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, l'Italie pourrait échapper à une récession technique. Les facteurs importants pour l'investissement devraient demeurer en 2023. Après la pandémie a eu lieu un véritable boom de la construction grâce aux fonds de l'UE (Next Generation EU) et aux incitations fiscales pour la rénovation énergétique (« superbonus »). Le financement d'investissements dans l'industrie a largement dépassé son niveau pré-Covid, qui était, concédons-le, faible. Les flux de capitaux durables de l'UE et la situation politique étonnamment stable plaident certes en faveur d'une poursuite du cycle d'investissement, mais les risques d'affaiblissement en 2024 grandissent en raison de la hausse des taux directeurs dans l'UEM et du terme du programme de superbonus. Par conséquent, et contrairement au consensus, nous ne prévoyons pas d'accélération de la croissance économique en 2024.

## Espagne

### Hausse des prix de l'alimentation

Hausse surprise de l'inflation espagnole en février, en raison principalement de l'augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Ces derniers ont augmenté alors que le gouvernement a décidé de baisser voire de supprimer la TVA sur différents produits alimentaires de base. Par exemple, cette taxe a été divisée par deux sur l'huile et les pâtes, et supprimée sur les légumes, les céréales, les fruits et le pain. L'« indice paella », qui mesure le prix d'achat des principaux ingrédients du célèbre plat valencien, indique que les ménages espagnols les ont payés 15,6% plus cher en février 2023 qu'un an auparavant. Les prix du riz et de l'huile d'olive en sont les principaux responsables : le premier a augmenté de 20% et le second de 30,5% sur un an. Malgré les prix élevés des denrées alimentaires, l'inflation globale espagnole reste bien en deçà de l'inflation moyenne en zone euro. Cette politique de prix devrait se maintenir en Espagne, notamment dans la perspective d'élections législatives en fin d'année, où le Premier ministre Pedro Sánchez devrait être candidat à sa reconduction.

## Suisse

### D'autres atouts que les banques

#### Croissance du PIB

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

Le choc sur la place financière a considérablement fait grandir l'incertitude quant aux perspectives conjoncturelles. Après une première évaluation, nous renonçons pour l'instant à abaisser notre prévision de croissance à court terme. La reprise forcée de Credit Suisse par sa rivale UBS a permis de garantir à tout moment le bon fonctionnement de la place financière. La signification des (grandes) banques pour la Suisse est souvent surestimée. En soi, elles ne représentent que 5% de la création de valeur nette de l'économie helvète. Tous emplois confondus, hors agriculture, le secteur bancaire n'en pourvoit que 2%. Si l'émergence d'un leader du marché surpuissant devait limiter durablement la concurrence, cela pourrait causer à moyen terme des problèmes comme des coûts de financement trop élevés, précisément pour les entreprises actives à l'international, et un défaut de puissance d'innovation dans le secteur financier. En revanche, la concurrence fait rage dans l'octroi de crédit et la gestion de fortune en Suisse, et le personnel qualifié reste recherché. Un scénario de risque à moyen terme résulterait de la combinaison d'un faible élan de la construction, d'une mutation du secteur bancaire et d'incertitudes récurrentes par rapport à l'Europe. Ces trois facteurs et une hausse préalable des taux ont causé, voilà 30 ans, une longue phase de faible croissance.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,3%	2023 : 2,5%
2024 : 1,5%	2024 : 1,4%

Les prix à la consommation suivront avec un certain retard l'évolution à la baisse au niveau des producteurs. Au 3<sup>e</sup> trimestre, le taux d'inflation reviendra sous les 2%. Toutefois, il faut tenir compte du fait que les bailleurs ne pourront relever les loyers des baux en cours en raison des dispositions légales qu'à partir d'octobre 2023. Par la suite, le taux d'inflation va à nouveau franchir la barre des 2%.

## Royaume-Uni

### Légère récession

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,3%	2023 : -0,5%
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%

Après la forte hausse des PMI en février, les indicateurs avancés traduisent un ralentissement de l'amélioration du moral en mars. Ce repli est imputable à l'industrie, tandis que le secteur des services reste solide. Malgré ce léger recul, le PMI de l'économie globale demeure en territoire de croissance, au-delà des 50 points. Nous avons à nouveau légèrement revu à la hausse notre prévision de croissance pour 2023, mais tablons toujours sur une légère récession sur l'année. La croissance du PIB mensuelle de janvier traduit une consommation privée toujours solide, ce qui est étonnant alors que la forte inflation érode le pouvoir d'achat. Il se pourrait qu'il s'agisse d'une consommation d'anticipation, car les ménages supposent que les biens ne vont aller qu'en se renchérissant. La consommation devrait donc ensuite faire défaut au cours de l'année. Le budget de printemps de l'exécutif britannique intègre un plan de relance un peu plus généreux que prévu : gel d'un an des taxes sur le carburant, renoncement au relèvement du plafond des prix de l'énergie en avril, et exonération fiscale de trois ans pour les investissements des entreprises notamment. De plus, différentes mesures ont été présentées afin d'inciter au retour sur le marché du travail. Les effets sur la croissance économique devraient être toutefois limités.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,7%	2023 : 6,4%
2024 : 2,7%	2024 : 2,9%

Hausse surprise et marquée de l'inflation en février, après une nette baisse ces trois derniers mois. L'augmentation des prix dans le secteur tertiaire, ainsi que ceux de l'habillement et des denrées alimentaires y ont contribué. La croissance des salaires demeure élevée, c'est pourquoi nous prévoyons certes un repli de l'inflation en cours d'année, mais l'objectif d'inflation de 2% de la Banque d'Angleterre devrait rester hors de portée.

## Chine

### Croissance malgré les embûches

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,0%	2023 : 5,3%
2024 : 5,2%	2024 : 5,2%

Pris ensemble, les premiers indicateurs économiques officiels pour les mois de janvier et de février témoignent d'une nette amélioration de l'économie chinoise. Les ventes au détail ont augmenté de 3,5% par rapport à la même période en 2022. Le secteur immobilier, après une année d'activité économique nettement ralentie, donne de premiers signes de stabilisation. Outre de bons chiffres de transactions immobilières, la réalisation de projets non encore achevés affiche un taux de croissance de 8%. Ce dernier indicateur revêt une grande importance à moyen terme également, car la réalisation et la livraison de projets immobiliers vendus sur plans sont un facteur clé pour restaurer la confiance de la population et pour garantir la stabilité de ce secteur vital pour l'économie. L'objectif de croissance de 5% annoncé par le gouvernement pour 2023 reste modeste, et conforme à notre prévision. En effet, divers obstacles se dressent devant la croissance économique, comme une faible demande mondiale, ainsi qu'un moral des ménages toujours en berne. Par ailleurs, l'objectif de croissance modéré indique que Pékin n'a pas l'intention de lancer un grand programme de relance par l'infrastructure ou l'immobilier.

#### Inflation

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

A 1% en février, le taux d'inflation chinoise est extrêmement bas. Cette faible valeur s'explique, d'une part, par une base élevée l'année dernière, le Nouvel An lunaire ayant eu lieu en février en 2022, alors qu'en 2023, il a été fêté en janvier. D'autre part, le taux de croissance était très faible par rapport au mois précédent, signe que le rebond économique et le stimulus par la demande n'en sont qu'à leurs balbutiements.

## 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](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 Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Deuxième trimestre 2023

### A retenir

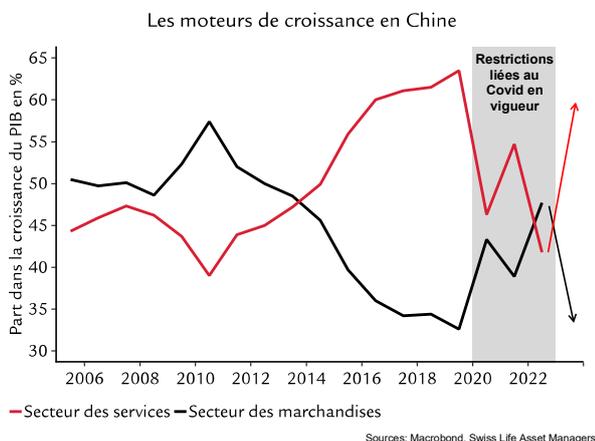
- Le rebond économique chinois donne des ailes aux économies asiatiques
- Les remous du secteur bancaire et la récession attendue aux Etats-Unis pèsent sur les pays émergents
- Le cycle de hausse des taux arrive à terme, sans baisse à l'horizon tant que la Fed relèvera ses taux

### En un chiffre

1

Exception faite de la banque centrale turque, qui suit depuis longtemps une politique monétaire peu orthodoxe, la banque centrale du Viêt Nam a été la première à baisser ses taux parmi ses homologues des grands pays émergents. Mais elle a aussi été la seule. L'écrasante majorité des autres institutions ont maintenu les taux d'intérêt inchangés, à un niveau très élevé. En effet, la marge de manœuvre d'un revirement de taux restera limitée tant que la Réserve fédérale américaine continuera d'augmenter les siens pour combattre l'inflation.

### En un graphique

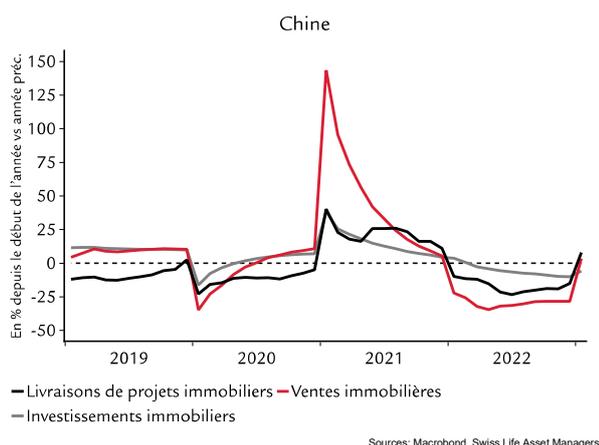


Les restrictions liées au Covid ont causé des dégâts considérables à l'économie chinoise et ont été particulièrement néfastes pour le secteur de services, dont la part dans le PIB a fortement reculé. Maintenant que la politique zéro covid est levée, l'économie rebondit, portée par l'essor du secteur tertiaire, de sorte que cette part dans le PIB devrait retrouver son niveau antérieur à la pandémie. Les pays exportateurs de services vers la Chine, principalement les voisins asiatiques, devraient profiter le plus de cette reprise.

## La reprise économique chinoise se poursuit

L'économie chinoise continue de se redresser : considérés ensemble, les premiers indicateurs économiques officiels pour les mois de janvier et de février témoignent d'une nette amélioration. La reprise intervient surtout sur le front de la consommation. Les ventes au détail ont augmenté de 3,5% par rapport à la même période en 2022, le secteur de l'hôtellerie-restauration progressant fortement après la levée de la politique zéro covid. L'évolution dans le secteur immobilier, après une année d'activité économique nettement ralentie, est également positive. Les ventes sont reparties à la hausse, tandis que les prix de l'immobilier augmentent pour la première fois en comparaison mensuelle depuis 18 mois. De plus, la réalisation de projets non encore achevés affiche un taux de croissance de 8%. Ce dernier indicateur revêt une grande importance à moyen terme également, car la réalisation et la livraison de projets immobiliers vendus sur plans sont des facteurs clés pour restaurer la confiance de la population et pour garantir la stabilité de ce secteur vital pour l'économie. Cette évolution favorable en début d'année est conforme à l'objectif de croissance pour 2023, que le gouvernement chinois a fixé à environ 5%. Il est conditionné à une nette reprise par rapport à l'an dernier, où l'économie chinoise n'a progressé que de 3,0%. Mais c'est aussi le plus faible objectif de croissance jamais fixé par Pékin ; toutefois, il concorde avec notre prévision de croissance pour 2023. En effet, le chemin est semé d'embûches. Primo, l'environnement économique externe est défavorable, car nous prévoyons une légère récession aux Etats-Unis et une demande européenne restant faible. Secundo, il faudra du temps

Graphique 1 : de premiers signes de stabilisation du secteur immobilier chinois

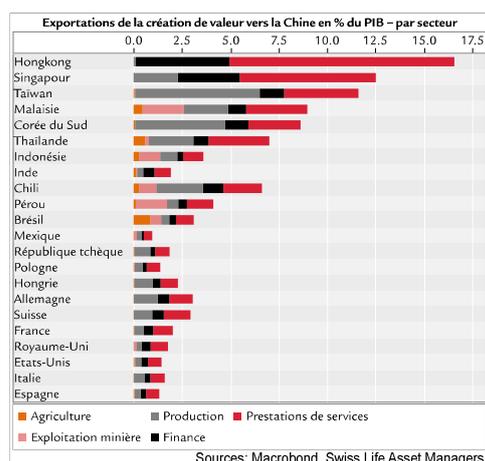


pour que le moral des consommateurs retrouve son niveau pré-covid, ce qui veut dire qu'un authentique rebond concernant les achats importants va se faire attendre. Tertio, cet objectif de croissance modéré signifie que Pékin n'a pas l'intention de déployer un grand programme de relance par l'infrastructure ou l'immobilier.

## L'essor chinois porte les pays émergents d'Asie

Contrairement aux épisodes précédents, où le gouvernement chinois provoquait une forte croissance par une puissante relance par l'infrastructure, le rebond de la seconde économie mondiale sera cette fois principalement tiré par le secteur tertiaire. En creux, cela signifie que les retombées positives sur le reste du monde seront moins importantes. Les pays qui vont le plus profiter de l'essor chinois sont ceux qui exportent des services, au premier rang desquels les économies asiatiques comme Hong Kong, Singapour, Taïwan, la Malaisie ou encore la Thaïlande (voir Graphique 2). Les perspectives de croissance pour l'Asie demeurent tout à fait constructives en conséquence grâce à l'élan chinois, même en considérant l'assombrissement conjoncturel, notamment concernant la légère récession attendue aux Etats-Unis. Dans d'autres pays émergents toutefois, nous prévoyons un affaiblissement bien plus net de la croissance économique. En Amérique latine, la région où les taux d'intérêt ont augmenté le plus fortement et le plus tôt, on observe un ralentissement de la demande intérieure en raison du niveau élevé des taux. Dans les pays émergents européens, l'horizon l'horizon est également bouché. En cause : manque de stimuli pour la croissance, incertitude géopolitique et

Graphique 2 : les pays asiatiques exportateurs de services profiteront le plus de la reprise chinoise



inflation obstinément élevée (à deux chiffres par exemple en Hongrie, en République tchèque et en Pologne).

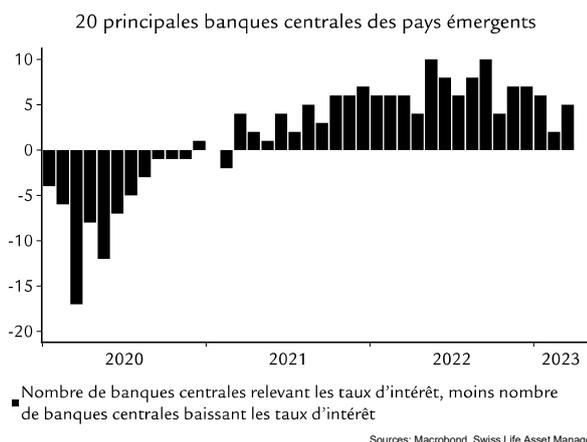
## Le secteur bancaire nourrit l'incertitude

Après la faillite de deux banques régionales américaines et la débâcle du Credit Suisse, le secteur bancaire est revenu sur le devant de la scène. Dans les pays émergents, il semblait jusqu'à présent à même de surmonter cet environnement instable. Après diverses crises, ces pays ont renforcé les prescriptions financières, de sorte qu'une capitalisation satisfaisante est assurée dans le secteur financier. De plus, la base de dépôts des banques des pays émergents est plus stable et mieux diversifiée qu'aux Etats-Unis justement. Cependant, il pourrait exister un risque indirect lié à la raréfaction des flux financiers en USD, susceptible d'affecter les systèmes bancaires plus dépendants des prêts bancaires des pays développés, en particulier la Turquie. Par ailleurs, les événements négatifs survenus dans le secteur financier confirment notre point de vue selon lequel une récession se prépare aux Etats-Unis. Le fléchissement de la demande mondiale et les incertitudes sur les marchés financiers pèsent sur les perspectives économiques des pays émergents. Nous prévoyons aussi que les remous ne stopperont pas la Fed ni la BCE dans leur cycle de relèvement de taux afin de lutter contre l'inflation ; elles seront peut-être simplement plus modérées. Les banques centrales des pays émergents auront donc peu de marge à la baisse, car elles risquent déjà une dévaluation de leur monnaie, susceptible d'attiser à nouveau l'inflation (voir En un chiffre).

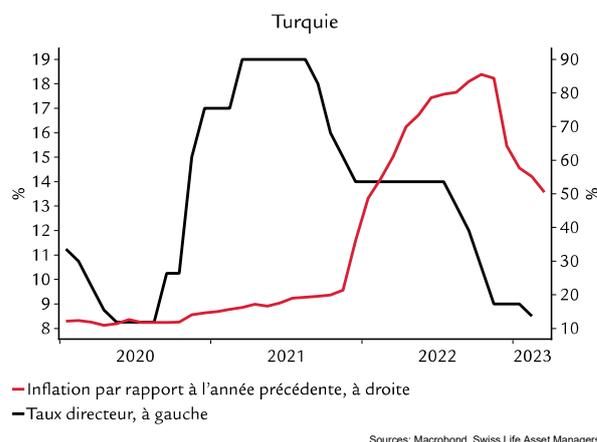
## Turquie : scrutin à haut risque pour Erdogan

Le 14 mai prochain auront lieu les élections législatives et l'élection présidentielle en Turquie. Les derniers sondages augurent du scrutin le plus disputé pour Erdogan depuis 20 ans qu'il est au pouvoir. En effet, le candidat Kemal Kılıçdaroğlu, soutenu par la coalition plurielle « Alliance de la nation », composée de six partis d'opposition, le devance largement. Le président Erdogan est tenu responsable de la crise durable du renchérissement (taux d'inflation supérieur à 55% en février) et d'une réaction insuffisante face au terrible séisme qui a ravagé le sud du pays début février. Bien qu'il soit très tôt pour oser un pronostic, et que la situation pourrait évoluer dans un sens comme dans l'autre, un possible changement de régime aurait des conséquences positives pour les perspectives économiques turques. D'une part, une politique monétaire plus crédible et plus dure serait mise en place, et ferait baisser l'inflation. De plus, la banque centrale à l'indépendance retrouvée attirerait des flux de capitaux, ce qui renforcerait la lire turque. En revanche, si Erdogan reste au pouvoir, son influence sur la politique économique et monétaire restera intacte. En d'autres termes, les taux resteraient trop bas malgré la forte inflation, et les ventes de devises incessantes affaibliraient un peu plus la situation fondamentale du pays.

Graphique 3 : tant que la Fed relèvera ses taux une baisse des taux n'est pas à l'horizon



Graphique 4 : sous Erdogan, les taux baisseraient encore malgré la forte inflation



## 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](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 Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.

Avril 2023

## Taux d'intérêt et obligations

Pris entre deux feux

### Etats-Unis

- Grande volatilité des taux d'intérêt en mars, avec de nombreux mouvements intraday du rendement du T-Bond à 2 ans supérieurs à 50 pb. Alors que celui à 10 ans a fini par céder environ 40 pb, cela a masqué la volatilité réelle, entraînant un creusement de 34 pb des écarts de crédit.
- Nouvelle hausse de 25 pb des taux directeurs de la Fed en mars, malgré la forte tension dans le secteur bancaire, l'économie restant relativement solide et la tension sur le marché du travail maintenant l'inflation élevée.

### Zone euro

- Net creusement des écarts de crédit dans l'UEM en mars, titres financiers en tête (+55 pb). Baisse de 23 pb des rendements des obligations d'Etat, sur fond de crainte de nouvelle crise bancaire.
- La BCE a tout de même relevé ses taux de 50 pb, l'inflation sous-jacente continuant d'augmenter et les enquêtes indiquant une solide croissance malgré la hausse record des taux en 2022.

### Royaume-Uni

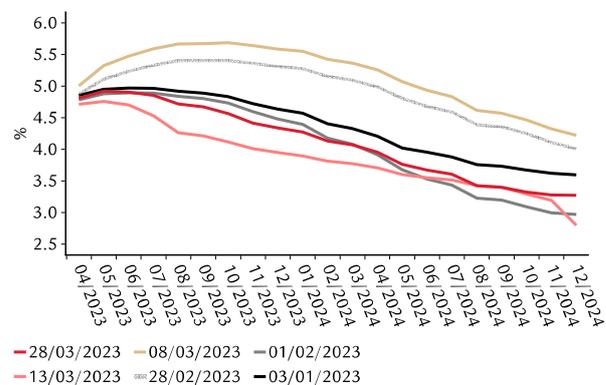
- Chute de 46 pb du rendement des gilts en mars, également avec une trajectoire de baisse irrégulière, entraînant un creusement des écarts de crédit.
- La Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 25 pb, l'inflation persistant et les données économiques livrant de bonnes surprises.

### Suisse

- Les rendements des obligations de la Confédération ont cédé 26 pb, le pays vivant l'épisode bancaire le plus éprouvant depuis la crise financière mondiale.
- Après avoir orchestré en un week-end la fusion d'urgence inédite entre les deux plus grandes banques du pays, la BNS a tout de même relevé les taux de 50 pb, l'inflation grimant encore.

### L'incertitude grandit sur le front des taux d'intérêt

Fed funds futures : état des courbes en différents points du temps



Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Lente reptation des risques avant un éclatement simultané : le secteur bancaire est l'exemple parfait où le risque de défaut peut être un facteur clé en période de tension financière. Avec la faillite de deux banques régionales américaines et la fusion forcée entre les deux plus grandes banques suisses, les écarts de crédit ont grimpé en flèche et la volatilité des taux a perdu la tête. L'indice MOVE mesurant la volatilité implicite des obligations a atteint des niveaux inédits depuis la crise financière mondiale. Les mouvements intraday cumulés des rendements obligataires souverains ont parfois dépassé les 100 pb. Les investisseurs se sont retrouvés tiraillés entre assimiler une économie solide et une forte inflation d'un côté, et la perspective d'une récession plus sévère et d'une possible crise bancaire de l'autre. Bien que les interventions en urgence de la Fed et de la BNS aient empêché la contagion, le mal est peut-être déjà fait. Les conditions de prêt vont sans doute se durcir, ce qui pèsera sur la future croissance et pourrait mener à la faillite d'entreprises moins solides. En outre, les banques centrales pourraient encore relever les taux à court terme, l'inflation s'enracinant. Les écarts devraient donc se creuser et nous gardons une position défensive. Sans certitude sur la trajectoire des taux, nous maintiendrons la duration proche de l'indice de référence. Nous prévoyons cependant une baisse tout au long de 2023, l'économie s'affaiblissant.

## Actions

### Premières fissures

#### *Etats-Unis*

- Le marché a cédé 0,1% en mars, et sa performance depuis janvier 2023 est de +3,9% (données de la colonne au 28 mars, indices MSCI). Les grands titres technologiques ont favorisé la performance alors que le secteur bancaire a pesé.
- Le marché américain des actions a très bien résisté vu la tension dans le système bancaire et la faillite de deux banques régionales. Le sous-indice des banques régionales a cédé 26% en mars.
- La valorisation reste supérieure aux moyennes historiques. Nous continuons de privilégier d'autres marchés.

#### *Zone euro*

- En mars, le marché européen a sous-performé l'américain, réalisant -2,6% et +8,6% depuis début 2023.
- La tension dans le secteur bancaire a clairement pesé sur sa performance (-12%).
- Le marché européen profite d'une valorisation bien inférieure.

#### *Royaume-Uni*

- Le marché britannique signe la pire performance de mars, à -4,5%. Depuis janvier, il gagne tout juste 1,3%.
- Il profite de la plus faible valorisation de tous les grands marchés. Toutefois, l'économie végète et les financières pèsent lourd dans l'indice.

#### *Suisse*

- Le marché suisse a cédé 1,0% en mars, et signe +2,8% depuis le début d'année.
- La tension dans le secteur bancaire née de la fusion d'UBS et de Credit Suisse, et les trois poids lourds de l'indice à la peine ont pesé.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

#### *Marchés émergents*

- Nouveau mois médiocre en mars, avec une performance de -0,9% ; le gain depuis début 2023 est anecdotique (+1,8%), en retard sur les autres marchés des actions. La réouverture de la Chine et la fin du cycle de relèvement n'ont pas eu d'effet positif visible jusqu'ici.
- La valorisation des marchés émergents est intéressante, en termes relatifs et absolus.

#### *Les leçons des déboires du secteur bancaire*

Le 13 mars, l'Etat et Fed volaient au secours de deux banques régionales américaines. Six jours plus tard, Credit Suisse (CS) était contraint à la reprise par UBS, avec des garanties et liquidités fournies par la Confédération et la Banque nationale Suisse. Dans les trois cas, l'urgence a été causée par une panique bancaire, les déposants retirant leur argent en masse. Cette panique traduit la perte de confiance dans la santé des banques. Dans le cas de la Silicon Valley Bank (SVB), les besoins de liquidités des sociétés de capital-risque face à la forte hausse des coûts de financement et des taux d'érosion du capital ont notamment alimenté les sorties. Dans le cas du CS, ce sont les doutes quant à la viabilité du modèle commercial qui les ont entraînées. Il a donc fait face à un problème croissant de liquidité, tandis que la SVB a dû réévaluer ses positions sur les T-Bonds et est tombée en faillite.

Quelles leçons tirer de cette crise ? Primo, la réglementation actuelle ne permet pas d'éviter les paniques bancaires causées par une perte de confiance. Même des ratios de fonds propres plus élevés et les règles pour banques systémiques « too big to fail » (TBTF) n'y ont rien fait. Seule une couverture à 100% par la liquidité, et donc l'abolition du système de réserves fractionnaires, permettrait d'éviter ces paniques. Secundo, les règles TBTF ont été soit inefficaces soit jugées trop risquées dans le contexte actuel. Tertio, nous avons vu que la surveillance réglementaire laissait à désirer. Dans le cas de la SVB, les régulateurs n'ont pas réagi malgré plusieurs avertissements.

Le débat portera désormais sur les points suivants : 1. Les banques sont-elles trop grosses pour assurer une liquidation en bonne et due forme en cas de crise ? 2. Est-il possible de durcir la réglementation pour réduire plus fortement le risque de panique et de faillite bancaires ? 3. Comment répondre à l'aléa moral des sauvetages par les Etats ?

Indépendamment de l'aboutissement des débats, retenons trois points pour les investisseurs : 1. le système bancaire n'est pas aussi sûr et bien réglementé que nous le pensions ; 2. le durcissement réglementaire est très probable, mettant ainsi la rentabilité sous pression ; 3. les banques risquent de durcir les conditions de prêt ou de prêter moins, augmentant les risques de récession.

## Devises

Le poids des nouvelles attentes de politique monétaire

### Etats-Unis

- En mars, l'USD a cédé du terrain face à la plupart des grandes devises mondiales, perdant environ 2% pondéré des échanges.
- La nette réévaluation des attentes en matière de politique monétaire américaine par les marchés financiers l'explique, avec des baisses attendues dès le 2<sup>e</sup> semestre 2023 (voir page 1).
- En effet, nous estimons que les Etats-Unis seront le premier des pays développés où le cycle de taux s'inversera ; le billet vert pourrait ainsi à nouveau reculer au cours des trois prochains mois.

### Zone euro

- En mars, l'euro a gagné 3% face à l'USD, s'est apprécié face aux devises nordiques et s'est montré stable face au CHF et à la GBP.
- En 2023, l'inflation tenace et un cycle de relèvement retardé comparé aux autres économies devraient soutenir la monnaie unique.

### Royaume-Uni

- La GBP a globalement évolué de manière similaire à l'EUR en mars.
- Nous sommes neutres sur la paire GBP/USD à trois mois, celle GBP/EUR devrait faiblir, les perspectives économiques britanniques restant plus timides.

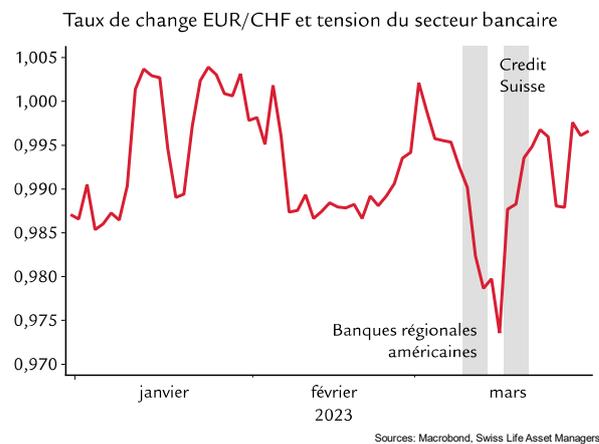
### Suisse

- Après des mouvements marqués, la paire EUR/CHF a *in globo* retrouvé fin mars son niveau de début de mois. Le CHF s'est apprécié de près de 3% face à l'USD.
- Notre prévision à trois mois pour la paire EUR/CHF est positive, et donc neutre pour la paire USD/CHF (voir texte principal).

### Japon

- A l'instar des autres devises des marchés développés, le JPY s'est nettement apprécié face à l'USD en mars.
- Nous restons négatifs sur la paire USD/JPY : nous prévoyons une faiblesse générale de l'USD, mais aussi une accélération de la normalisation de la politique monétaire sous la férule du futur gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda.

### Le franc suisse, toujours une valeur refuge ?



Montagnes russes pour le franc suisse en mars. La tension dans le secteur bancaire américain entraînant une forte aversion au risque chez les investisseurs, le CHF a joué son rôle de devise refuge et s'est apprécié face à l'USD et à l'EUR (voir graphique). Même constat pour le yen, l'autre valeur refuge traditionnelle au plan mondial. Trajectoires différentes pour le CHF et le JPY une semaine plus tard, quand Credit Suisse a concentré l'inquiétude des marchés financiers mondiaux. Le choc induit par une banque systémique suisse au bord de la rupture et l'incertitude réglementaire créée par les mesures d'urgence, l'Etat réduisant notamment à néant la valeur des obligations CS AT1, ont semé le doute sur la stabilité du système financier suisse et le statut de valeur refuge de la devise helvète. Si ces inquiétudes sont probablement excessives, d'autres motifs devraient alimenter un relatif repli du CHF, notamment face à l'EUR, lors des prochains mois. Les banques centrales jouant les pompiers et fournissant *de facto* une garantie des liquidités, la volatilité sur les marchés devrait se normaliser quelque peu, profitant aux devises cycliques comme l'EUR. Concentrée sur l'inflation importée, la BNS pourrait changer la focale pour se tourner vers l'inflation endogène, et donc ne pas intervenir de manière active pour renforcer le CHF. Dans l'intervalle, la pression inflationniste reste plus élevée en zone euro qu'en Suisse, avec à la clé de possibles creusement des différentiels de taux portant la paire EUR/CHF.

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