

Juin 2024

### A retenir

- Etats-Unis : ralentissement conjoncturel et inflation plus réjouissante – les baisses de taux restent réalistes
- Europe : la croissance positive signe son retour au 1<sup>er</sup> trimestre
- Chine : les droits de douane compliquent la transition de l'immobilier vers les produits high tech

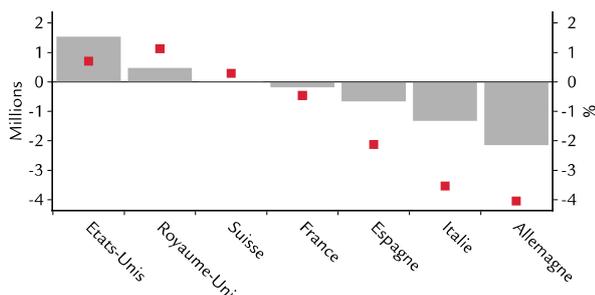
### Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 15 mai 2024

### Graphique du mois

Evolution de la population en âge de travailler (15 à 64 ans) entre 2024 et 2027 (prévisions de l'ONU)



■ Nombre de personnes (en millions), à gauche  
■ Variation en pourcentage, à droite

Sources : United Nations, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2027

D'après les prévisions des Nations Unies, la population active en zone euro devrait déjà diminuer dans les trois prochaines années, alors qu'elle pourrait légèrement augmenter au Royaume-Uni d'ici 2030 et aux Etats-Unis d'ici 2050. La croissance potentielle de l'UEM va donc également fléchir, à moins que les politiques favorisent de manière ciblée l'immigration de main-d'œuvre qualifiée. L'Espagne a par exemple élargi la disponibilité des permis de séjour de ce type dès 2023. En Allemagne, une nouvelle loi sur l'immigration est entrée en vigueur en mars. Toutefois, cela ne suffira pas à résoudre les défis démographiques qui s'annoncent.

## Etats-Unis

### Grande incertitude

#### Croissance du PIB

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

Le moral sur les marchés financiers semble osciller entre craintes de récession, de stagflation et de surchauffe, et l'espoir d'un atterrissage en douceur. Une incertitude qui se reflète également dans les prévisions de croissance pour 2025, où l'écart entre la prévision la plus basse et la plus haute est nettement plus important pour les Etats-Unis que pour la zone euro (panel de Consensus Economics). La raison à cela réside dans les chiffres du PIB américain pour le 1<sup>er</sup> trimestre, les récentes enquêtes et les derniers chiffres du marché du travail et des ventes au détail. Ils traduisent le ralentissement que nous attendions, mais aussi une hausse de l'inflation sur la période, qui a remis de plus en plus en question les baisses de taux de la Fed attendues. Mais en avril, les chiffres ont à nouveau été plus réjouissants. Selon nous, la pression inflationniste reculera suffisamment en raison du repli conjoncturel pour que la Fed assouplisse un peu sa politique monétaire rigide, tempérant ainsi les risques de récession. La grande inconnue reste l'issue du scrutin présidentiel. Mais les dernières annonces de Joe Biden (lourds droits de douane sur les voitures électriques, panneaux solaires, semi-conducteurs et métaux chinois) montrent – en matière de politique commerciale tout du moins – que les positions des deux candidats à la Maison Blanche ne sont pas si éloignées et que l'impact des élections sur l'économie américaine est peut-être surestimé par le public.

#### Inflation

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

L'inflation globale a reculé comme prévu en avril, à 3,4%, et la sous-jacente à 3,6%. Comme le mois précédent, coûts du logement et primes d'assurance auto ont été les principaux facteurs de l'inflation sous-jacente. Ils sont tous deux à la traîne du cycle économique, et seront peu considérés par la politique monétaire. L'inflation de tous les autres biens essentiels et services en avril revient en moyenne aux niveaux pré-covid, modérés.

## Zone euro

### Retour de la consommation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,6%
2025 : 1,0%	2025 : 1,4%

Au 1<sup>er</sup> trimestre, l'économie de la zone euro a gagné 0,3% par rapport au précédent, dépassant la prévision du marché comme la nôtre. Cela explique le relèvement de notre projection de croissance pour 2024, soit un net rebond après la croissance négative du 2<sup>e</sup> semestre 2023. La plus grande surprise à la hausse vient d'Espagne, avec une croissance trimestrielle de 0,7%, suivie de l'Allemagne qui signe +0,2%. Si les données détaillées pour l'UEM dans son ensemble ne sont pas encore disponibles, les chiffres des différents pays indiquent une contribution positive de la consommation des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre. Et il y a encore du potentiel. Les salaires réels en hausse devraient soutenir un nouveau rebond de la consommation en cours d'année. Le secteur manufacturier reste à la traîne du tertiaire. Selon les indices des directeurs d'achat (PMI) pour mai, cet écart tend toutefois à se réduire un peu. Tandis que le PMI du secteur des services est stable à un niveau élevé (53,3), celui du secondaire progresse (47,4), mais demeure inférieur au seuil de croissance de 50 points. Les sous-indicateurs avancés comme les nouvelles commandes traduisent toutefois une amélioration du contexte économique pour le secteur industriel.

#### Inflation

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

L'inflation globale en avril est inchangée à 2,4%. Inscrite à 2,7%, l'inflation sous-jacente recule légèrement, mais reste supérieure aux prévisions du marché. Le renchérissement des services demeure tenace en avril, une tendance qui pourrait se maintenir en mai. Toutefois, ces données ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en question la première baisse de taux de la BCE en juin.

## Allemagne

### Retour à la croissance positive

#### Croissance du PIB

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

En hausse de 0,2%, la croissance économique a livré une bonne surprise au 1<sup>er</sup> trimestre – ce qui explique notre relèvement de prévision de croissance pour 2024. L'Allemagne connaît donc une stagnation depuis le 1<sup>er</sup> trimestre 2022, et pourrait échapper à la récession technique. Dans le détail, le tableau est contrasté. La consommation privée recule à nouveau au 1<sup>er</sup> trimestre. La bonne surprise est venue de la première hausse des exportations et des investissements depuis quatre trimestres. Les importations ont également progressé, ce qui est habituellement un signe positif de la demande intérieure. D'après les indicateurs plus récents, l'économie allemande va maintenant sortir de la stagnation. En mai, le PMI de l'industrie progresse encore – même s'il reste à un faible niveau – porté par les nouvelles commandes et la production. Le PMI des services continue de traduire la croissance du secteur. Tant le secondaire que le tertiaire affichent un contexte global plus favorable grâce à l'amélioration des nouvelles commandes à l'exportation. Un retour durable à la croissance potentielle ne sera toutefois possible – selon nous – que si la consommation privée reprend, ce que nous prévoyons pour le second semestre.

#### Inflation

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

Les derniers chiffres des salaires indiquent que la pression salariale reste forte. D'après la Bundesbank, les salaires conventionnels ont progressé au 1<sup>er</sup> trimestre de 6,2% par rapport à l'année précédente. Une grande partie de la hausse s'explique par des primes *a posteriori* de compensation de l'inflation. Sans elles, la hausse est de 3,0%. Les revendications des syndicats demeurent fortes, mais la pression salariale devrait progressivement refluer. Elle constitue toutefois – outre le risque d'un nouveau choc des prix de l'énergie si le conflit au Proche-Orient s'envenime – le principal risque à la hausse pour nos prévisions d'inflation.

## France

### L'obstacle olympique

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 0,8%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

Grâce à une généreuse relance budgétaire et un marché du travail solide, la demande intérieure française a bien résisté ces derniers trimestres, malgré la politique monétaire durcie. Au 1<sup>er</sup> trimestre, la croissance du PIB a dépassé légèrement notre prévision, nous poussant à relever notre projection pour 2024. Cependant, les enquêtes auprès des entreprises traduisent un assombrissement des perspectives dans l'industrie. Les indicateurs avancés du PMI du secondaire publiés le 23 mai faisaient notamment état d'une diminution des commandes. Le lendemain, l'Insee faisait savoir que – selon ses relevés – la majorité des entreprises de l'industrie manufacturière prévoyaient un recul de la production au cours des prochains mois. Cette évolution, contraire à une tendance plus favorable dans le reste des nations occidentales industrialisées, tient probablement au fait que les entreprises anticipent une chute de la production durant la quinzaine olympique à Paris. A moyen terme toutefois, nous prévoyons un rebond conjoncturel cyclique pour l'Hexagone également. Il sera porté par une hausse des salaires réels, des conditions de financement plus favorables pour les entreprises et une politique d'octroi de crédit plus généreuse de la part des banques.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,8%

La fourchette des prévisions du taux d'inflation en 2024 se rétrécit. A ce jour, les 24 projections prises en compte par Consensus Economics varient entre 2,2% et 2,9%. En janvier, cette marge de variation était comprise entre 1,8% et 3,3%. Notre prévision de 2,3% est donc dans la fourchette basse. Pour le reste de l'année, nous tablons sur un taux d'inflation inférieur à 2% au 4<sup>e</sup> trimestre 2024. Comme pour la perspective de croissance à court terme, des risques pèsent sur les prévisions des prix de services en raison des Jeux olympiques.

## Italie

### Repli des prix de l'énergie

Au 1<sup>er</sup> trimestre, l'économie italienne a progressé de 0,3% par rapport au trimestre précédent, dépassant ainsi la prévision du consensus (0,1%) et la nôtre (0,2%). Nous avons donc relevé de 0,7% à 0,8% notre projection de croissance du BIP pour 2024. Les données détaillées étaient toutefois contrastées. L'institut statistique national enregistre notamment un repli de la demande intérieure, alors que les exportations nettes ont porté la croissance. A la lecture de l'indice des directeurs d'achat PMI dans l'industrie, le 2<sup>e</sup> trimestre a mal démarré. En avril, il retombe sous le seuil de croissance des 50 points, notamment car une majorité relative des entreprises font état de recul des commandes. Le tertiaire s'en sort mieux. Même si le PMI affiche une dynamique moins prononcée pour les nouvelles affaires, la croissance globale du secteur est solide à en croire l'indicateur. L'inflation évolue actuellement sous les 1%. La baisse continue des prix du gaz et de l'électricité a notamment contribué à cette bonne nouvelle. Le budget des ménages respire et la consommation devrait retrouver de l'allant ces prochains trimestres.

## Espagne

### Au-dessus de la mêlée

L'économie espagnole a connu une solide croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Par rapport au trimestre précédent, le PIB réel a progressé de 0,7% – surpassant nettement les attentes du marché et les nôtres. Ce qui explique notre relèvement de la prévision de croissance du PIB pour 2024 à 2,0%. Toujours au 1<sup>er</sup> trimestre, les facteurs clés de la croissance étaient la consommation des ménages et les exportations nettes. Ces dernières traduisent le dynamisme de l'activité d'importation comme d'exportation. Côté production, la croissance de l'industrie manufacturière, du secteur de la construction et de celui des services a progressé dans la même mesure. Le tertiaire continue de profiter du net rebond du tourisme. Les PMI d'avril indiquent une dynamique conjoncturelle forte et durable au 2<sup>e</sup> trimestre également. Dans le tertiaire comme dans l'industrie, les PMI demeurent confortablement installés au-dessus du seuil de croissance des 50 points.

## Suisse

### La BNS a-t-elle brisé le code ?

#### Croissance du PIB

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

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publie désormais une estimation flash du PIB du côté de la production. Elle paraît environ deux semaines avant l'estimation complète et officielle des données du trimestre précédent. Selon cette estimation, le PIB suisse réel et ajusté des événements sportifs devrait avoir gagné 0,2% au 1<sup>er</sup> trimestre, ce qui est conforme à notre hypothèse. Nous ne modifions donc pas la prévision de croissance dans notre scénario de référence. Le secteur des services a porté la conjoncture, alors que l'industrie est toujours à la peine. Les enquêtes auprès des entreprises, qui dressent déjà le tableau du second trimestre, ne traduisent aucune variation dans cette tendance générale. Un constat particulièrement vrai pour les valeurs des PMI – celui de l'industrie pour le mois d'avril étant à son plus bas niveau depuis octobre 2023. En anticipant – à la surprise générale – sa baisse de taux en mars, la BNS pourrait bien avoir trouvé la clé de l'essor cyclique. Des conditions de financement plus favorables et surtout une valeur extérieure réelle du franc suisse inférieure de 6% par rapport au début de l'année devraient favoriser l'activité d'exportation.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,3%
2025 : 0,7%	2025 : 1,1%

La tendance à la hausse des prix à l'importation est le revers de la récente dépréciation du franc suisse. Côté consommation, ces prix ont augmenté de 1,1% en avril. En comparaison annuelle, ils restent inférieurs de 0,4%. La dépréciation du franc s'est poursuivie en mai, les produits importés devraient donc s'être renchérisés un peu plus. Les baisses de taux attendues côté BCE ne devraient pour l'heure pas entraîner de dépréciation supplémentaire. Nous ne modifions donc qu'à la marge notre prévision.

## Royaume-Uni

### L'été aux urnes

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Le suspense a pris fin : le Premier ministre britannique Rishi Sunak a annoncé des élections législatives anticipées pour le 4 juillet 2024, un scrutin qui était initialement prévu à l'automne. Un rendez-vous anticipé étonnant, car les Tories de Rishi Sunak sont actuellement loin derrière le parti rival du Labour dans les sondages. Lors des élections locales début mai, les conservateurs ont déjà perdu un nombre important de sièges. Le Premier ministre n'a que quelques semaines devant lui pour renverser la vapeur. L'amélioration de la conjoncture est une possible lueur d'espoir. Les données de croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre indiquent un retour en territoire positif. Sur la période, l'économie britannique a gagné 0,2% par rapport à l'année précédente, surpassant nos prévisions. La consommation privée se remet doucement et a porté la croissance. Côté production, l'industrie et les services ont connu une solide progression, tandis que le secteur de la construction continue de faiblir. Nous pensons que la consommation privée va poursuivre son rebond grâce aux salaires réels en hausse, et prévoyons désormais une croissance du PIB britannique de 0,8% pour 2024.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Forte baisse de l'inflation, à 2,3% en avril contre 3,2% en mars. Un repli moins marqué que prévu toutefois. Alors que les prix de l'énergie restent le facteur principal de cette baisse, l'inflation des prix des services est tenace. Inscrite à 3,9%, l'inflation sous-jacente reste nettement inférieure à l'inflation globale. Une première baisse de taux de la Banque d'Angleterre en juin n'est donc plus d'actualité. Avec la pression inflationniste accrue, il y a peu de chance qu'elle intervienne avant les élections.

## Chine

### Plus de droits de douane

#### Croissance du PIB

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

En avril, les indicateurs économiques chinois confirment que le marché immobilier reste la problématique majeure de la seconde économie mondiale. Les investissements immobiliers reculent de plus de 10% par rapport à l'an dernier, alors que les prix enregistrent leur plus fort repli depuis 2015. L'exécutif a de nouveau déployé des mesures de relance pour ralentir la trajectoire de repli. Une action positive, signe que Pékin observe de près la situation et veut éviter un effondrement plus marqué. Néanmoins, les mesures sont trop limitées pour inverser la tendance. Sur fond de marché immobilier au ralenti, la Chine a fait de la fabrication de produits de haute technologie une priorité et veut être la force motrice des secteurs comme les véhicules électriques et l'énergie durable. L'objectif sera très difficile à atteindre en raison des nouveaux droits de douane américains sur les véhicules électriques, les semi-conducteurs, les batteries lithium-ion et les cellules photovoltaïques. L'exportation de ces produits vers les Etats-Unis ne représente que 0,1% du PIB chinois pour l'heure, de sorte que les effets immédiats des tarifs douaniers sur l'économie seront limités. A moyen terme toutefois, la transition de l'immobilier vers les produits high tech sera fortement entravée, car la Chine sera coupée du plus grand marché de consommation au monde : les Etats-Unis.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,8%	2025 : 1,5%

Considérant la faible demande, le pouvoir de fixation des prix des entreprises est mince. En avril, l'inflation des prix à la production signe un repli de 2,5% par rapport à l'année précédente, et ceux à la consommation augmentent de seulement 0,3%. Tant que les difficultés du marché immobilier perturberont le tableau, nous prévoyons des taux d'inflation certes positifs, mais timides.

## 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

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
**Switzerland 2023**

### 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Juin 2024

## Taux d'intérêt et obligations

Jusqu'à où descendront les écarts ?

### Rendements obligataires et écarts investment grade

	Rendement des obligations d'Etat à 10 ans			Ecart de crédit investment grade		
	Actuel	Mai 2024*	Année en cours*	Actuel	Mai 2024*	Année en cours*
US	4,6%	-11 pb	69 pb	86 pb	-1 pb	-13 pb
Zone euro	2,6%	6 pb	63 pb	109 pb	-3 pb	-29 pb
UK	4,3%	0 pb	82 pb	114 pb	-7 pb	-25 pb
CH	0,8%	14 pb	18 pb	78 pb	0 pb	-4 pb

Rendement des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro\* Allemagne. \* Variation au 28 mai.  
Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- Même si elle a déçu les attentes du marché en mai, l'économie américaine reste résiliente.
- La première baisse de taux, pleinement intégrée par le marché, a été décalée de juin à décembre.

### Zone euro

- La zone euro semble avoir rebondi, l'activité économique ne cessant de surprendre à la hausse. Elle part de loin toutefois.
- La majorité des dirigeants de la BCE ont confirmé une première baisse de taux en juin. Le marché en prévoit une seconde en 2024, inflation et perspectives de croissance étant plus timides.

### Royaume-Uni

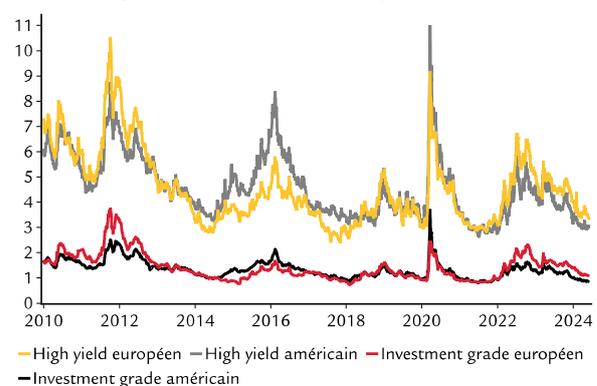
- L'économie britannique se remet : le PMI manufacturier revient en territoire positif et les bonnes surprises fusent de toutes parts.
- L'inflation a surpris à la hausse, l'IPC et le PPI restant supérieurs à la cible de 2%. Le marché n'attend plus qu'une seule baisse de taux de la Banque d'Angleterre cette année.

### Suisse

- Baisse étonnamment marquée du PMI manufacturier suisse. Les prix à la production et à l'importation ont été quant à eux supérieurs aux prévisions.
- Les investisseurs ont revu leur position et pensent que la BNS procèdera à une seule autre baisse de taux en 2024.

### La dette risquée reste prisée

Obligations d'entreprises: écarts ajustés des options



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données: 03/06/2024

Les écarts sont à des niveaux inédits depuis le S2 2021, les investisseurs achetant toujours des actifs risqués. Avec des perspectives économiques moins favorables, les écarts sur la dette d'entreprise en EUR sont au-dessus de ces marques. Le risque reste prisé, traduit par l'offensive sur les segments à bêta élevé (dette hybride d'entreprise et titres de dette financière subordonnée p. ex.). La forte émission primaire en Europe et aux Etats-Unis est bien absorbée, et continue de surperformer sur le marché secondaire.

Certes, le contexte économique est favorable et l'assouplissement monétaire arrive, mais le marché n'offre que peu de valeur. Nous restons donc neutres sur le risque de crédit. Le segment en USD rayonne, les écarts high yield s'inscrivant au 6<sup>e</sup> percentile, tout juste sous les 300 pb. Alors qu'une véritable récession reste peu probable à court terme, la réaccélération de l'inflation constitue un risque considérable. Si les banques centrales venaient à durcir le ton, les pics de volatilité et le creusement des écarts pourraient faire leur retour. Les marchés des taux semblent également faire peu de cas des risques, l'indice MOVE (mesurant la volatilité des taux d'intérêt américains) atteignant un niveau précédant le cycle de baisse de la Fed. Les rendements restent globalement intéressants. Nous recommandons une position neutre.

## Actions

Grand huit d'avril-mai : résilience en trompe-l'œil ?

### Aperçu de la performance des marchés des actions

	Mai 2024*	Année en cours*
Etats-Unis	5,4%	11,4%
Zone euro	3,6%	12,0%
Royaume-Uni	1,6%	8,7%
Suisse	5,2%	7,9%
Marchés émergents	4,3%	7,2%

Indices de rendement total net MSCI en devise locale  
Performance au 28 mai. Source : Bloomberg

#### Etats-Unis

- Belle performance en mai, avec un gain de 5,4%. Le marché a rebondi peu après que la Fed a voté à l'unanimité le maintien des taux directeurs pour la sixième fois de rang.
- La valorisation de ce marché reste très supérieure aux moyennes historiques, et à celle de ses homologues.

#### Zone euro

- Même si en mai, l'activité dans l'UEM a progressé à son plus vif tempo depuis un an, le marché européen des actions ne gagne que 3,6% et sous-performe l'américain sur le mois.
- Côté valorisation, ce marché est plus intéressant que son homologue d'outre-Atlantique.

#### Royaume-Uni

- Après un solide mois d'avril, le marché britannique a nettement sous-performé ses homologues, mais sa performance depuis janvier reste bonne.
- Sa valorisation reste faible, et son rendement du dividende élevé, à 3,9% : ce sont deux atouts.

#### Suisse

- Le marché suisse des actions signe +5,2% en mai, soit la deuxième performance du mois. Mais depuis 2024, il sous-performe les autres marchés développés.
- C'est le marché le plus cher derrière l'américain.

#### Marchés émergents

- Les actions des marchés émergents ont résisté en mai, mais restent très faibles si l'on prend les cinq premiers mois de 2024.
- Malgré une performance robuste en avril et l'optimisme initial sur le marché chinois, la trajectoire positive s'est arrêtée.
- La valorisation des marchés émergents est quasiment neutre.

### De la chute d'avril aux sommets de mai

Dans un spectaculaire retournement de situation, les marchés des actions ont atteint de nouveaux sommets en mai après une dépression en avril. Les analystes attribuent à la conjugaison de facteurs : hausse des taux d'intérêt, tensions géopolitiques, incertitude conjoncturelle globale et inflation tenace. En mai, des résultats trimestriels meilleurs que prévu et une inflation moins préoccupante ont dopé la confiance des investisseurs et les acquisitions sur les marchés.

Malgré ce rebond spectaculaire, des entreprises très en vue comme Nvidia n'ont pas surfé sur la vague de leur influence sur le marché, même avec des résultats financiers solides. Le fabricant de puces a annoncé une hausse de plus de 265% de ses recettes trimestrielles en glissement annuel, portée par la demande persistante pour ses produits d'IA. Le succès de Nvidia n'a toutefois pas dynamisé davantage le marché. Son action a gagné 15% après l'annonce des résultats, sans que les indices globaux du marché s'en émeuvent plus que cela.

### Les grandes sociétés influent moins sur le marché

Nom	Devise	Performance intraday le 23/05/2024
NVIDIA	USD	9,3%
MSCI World Index	USD	-0,6%
MSCI World Equal Weighted Index	USD	-0,7%

Source : Bloomberg

Rebond des actions en mai 2024 et conquête de nouveaux sommets traduisent une interaction complexe entre moral des investisseurs et indicateurs économiques. Malgré la prouesse de Nvidia, son influence sur l'ensemble du marché était marginale : il semble que l'influence des sociétés même importantes ait trouvé ses limites. Nvidia est notamment devenue la seconde force du MSCI World Index, dépassant Apple. Seul Microsoft la devance. Deux recommandations à en tirer pour les investisseurs : garder un œil sur les tendances économiques globales en plus des performances des différents titres pour évoluer sur ce marché. Et adopter une approche plus prudente pour réagir aux incertitudes du marché et variations des indicateurs. De plus, les valorisations fondamentales restent nettement supérieures aux moyennes historiques. Leurs multiples ont augmenté depuis janvier en raison du fort rallye des actions. Ainsi, leur relative attractivité face au revenu fixe ne s'est pas améliorée ; nous sommes donc négatifs sur la classe d'actifs.

## Devises

La vigueur de l'USD marque une pause

### Aperçu des principales devises

	Mai 2024*	Année en cours*	Avis sur 1 mois
EUR/USD	1,6%	-1,8%	→
EUR/CHF	0,8%	6,4%	→
GBP/USD	2,0%	0,1%	→
USD/JPY	-0,3%	11,5%	→

\*Performance au 28 mai. Source : Bloomberg

### Etats-Unis

- En mai, l'USD s'est globalement déprécié face à toutes les devises majeures. C'est à la NOK qu'il a cédé le plus de terrain (-5,2%).
- L'EUR en a repris un peu, les prévisions du marché de baisses de taux de la Fed en 2024 et 2025 restant stables, et anticipant moins de baisses côté BCE d'ici décembre.

### Zone euro

- L'EUR a repris 1,4% à l'USD en mai. La paire EUR/CHF a dépassé 0,99 lors de la seconde quinzaine, mais l'EUR a cédé une partie du terrain en fin de mois.
- Nous demeurons neutres sur la paire EUR/USD ainsi que sur son pendant EUR/CHF (voir ci-contre).

### Royaume-Uni

- En mai, la GBP s'est appréciée face à l'USD, sur fond d'inflation plus élevée que prévu et d'une pression toujours forte sur le marché du travail – remettant en cause la capacité de la Banque d'Angleterre à baisser les taux dès cet été.
- Nous restons neutres sur la paire GBP/USD le mois prochain.

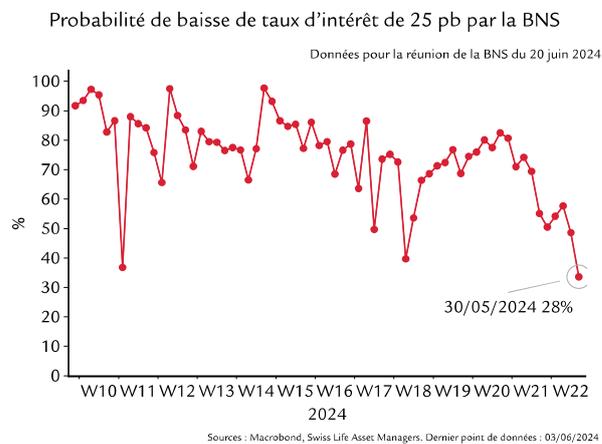
### Suisse

- Le CHF gagne 1,3% face à l'USD, alors qu'il perdait un peu de terrain face à l'euro. Nous sommes désormais neutres sur la paire EUR/CHF.

### Japon

- La faiblesse du JPY s'est stabilisée, avec seulement -0,5% contre l'USD, soit la seconde meilleure performance du genre en mai. Nous maintenons notre position inchangée sur la paire JPY/USD.

### La paire EUR/CHF sans direction claire



La paire EUR/CHF progresse un peu plus en mai, passant brièvement la barre des 0,99 – au plus haut en plus d'un an – avant de céder une partie des gains en toute fin de mois. L'environnement de risque actuel, peu volatil, est une première explication. En pareil contexte, le CHF – valeur refuge classique – est une devise de financement intéressante avec son taux relativement faible malgré un positionnement court déjà tendu. La seconde raison réside dans les bonnes performances des économies développées, favorisant le contexte à faible risque. La zone euro comme la Suisse affichent un solide PIB au T1, l'UEM ayant trouvé le chemin pour s'extirper de la récession technique de 2023. De plus, les PMI les plus récents vont dans le sens d'une amélioration de la confiance. L'inflation continue de reculer, ouvrant la voie à un premier assouplissement par la BCE. Les marchés ont déjà intégré deux baisses pour cette année. La BNS a anticipé le mouvement, abaissant son taux directeur de 25 pb. Jusqu'à récemment, les marchés prévoyaient deux autres baisses en 2024. Ils ont désormais rejoint notre projection, voire sont en dessous, d'une seule baisse supplémentaire cette année. Le CHF a donc repris un peu du terrain cédé à l'EUR. Malgré la récente réévaluation de la projection politico-monnaire de la BNS, l'avantage de carry de l'EUR n'a pas beaucoup baissé, car les taux en EUR ont également augmenté. Selon nous, la paire EUR/CHF manque d'une orientation claire pour juin – notre position est donc neutre.

## Allocation d'actifs

*Sell in May* : l'adage dit-il vrai ?

### Synthèse

- Le goût du risque a marqué le mois de mai. Belle performance des actions, indépendamment de la région et du style – même si les grandes sociétés de croissance surperforment le lot.
- Une évolution positive résultant principalement des bons résultats trimestriels aux Etats-Unis. Mitigées, les données économiques traduisent pourtant une économie américaine toujours solide, avec une Europe continentale en net progrès. Partant, la seconde quinzaine a été plus volatile, les doutes quant à un assouplissement prochain de la politique monétaire étant ravivés.
- La hausse des rendements qui a suivi a pénalisé les obligations, surtout en CHF, mais induit une nouvelle compression des écarts de crédit. La dette d'entreprise (high yield et ME inclus) a donc surperformé les emprunts souverains.
- Côté devises, le CHF s'est apprécié face à l'USD mais déprécié face à l'EUR – alors que la GBP s'est fortement appréciée face au billet vert.

### 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

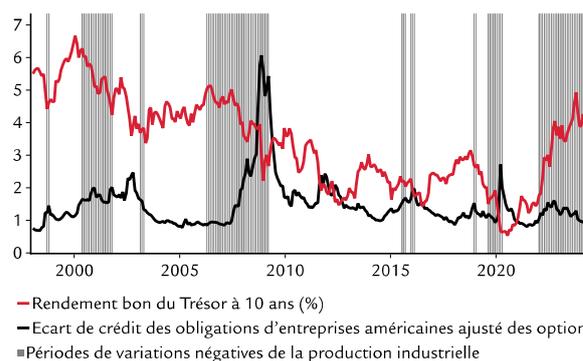
- Notre avis n'a pas changé : foncièrement, les marchés sous-estiment le risque et sont donc chers, historiquement comme en rapport avec la prospective actuelle.
- Pourtant, nous hésitons toujours à sous-pondérer les actions, la dynamique économique et de marché restant favorable. En revanche, nous sous-pondérons la dette d'entreprise et autres emprunts risqués, le potentiel de hausse étant inférieur au risque de baisse.
- Nous maintenons la surpondération de la dette souveraine, même si la dynamique récente nous contrarie. Les économies devraient toutefois se normaliser côté croissance et inflation. Les taux réels, surtout aux Etats-Unis, restent trop élevés pour ce scénario.
- La décision de la BCE courant juin et sa prospective seront la boussole de cette navigation en eaux troubles.

### Pourquoi accepter de faibles écarts de crédit ?

Souvent, on dit que les faibles écarts actuels sont le fait des hauts niveaux des rendements. L'argument : les investisseurs s'en satisfont et des écarts même réduits sont bienvenus en sus de ces niveaux déjà attractifs. Nous étudions de plus près cet avis, car nous privilégions la dette souveraine à celle d'entreprise.

Les écarts de crédit sont censés indemniser le risque de défaut encouru par les investisseurs. Ce risque dépendra de la solidité financière de l'émetteur et de la conjoncture : si l'économie ralentit, la croissance des bénéfices aussi, et le risque de crédit augmentera même pour les emprunteurs aux reins solides. Ainsi, des écarts faibles sont le signe implicite de l'optimisme des investisseurs quant à l'évolution de la conjoncture.

Rendement bon du Trésor à 10 ans vs obligations d'entreprises américaines



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 04/2024

A première vue, l'histoire (voir graphique) valide l'argument : en période de rendements élevés, les écarts sont souvent légers. Mais attention à ne pas confondre corrélation et causalité : les premiers n'induisent pas forcément les seconds. Les fortes hausses de taux d'intérêt sont principalement le fait d'une politique monétaire plus dure visant à ralentir une économie en surchauffe. Les écarts sont faibles, car l'économie est solide et il est prévu qu'elle le reste. Toutefois, des rendements plus élevés vont finir par ralentir l'économie et augmenter le futur risque de crédit. Comme le montre le graphique, les écarts tendent à nettement se creuser après une période de rendements élevés. Certes, il est plus probable que les écarts de crédit se creusent une fois que les rendements reculeront. Mais la raison en sera la hausse du risque de crédit engendrée par le ralentissement de l'économie. En ce sens, les écarts actuels, serrés, signifient que le marché sous-estime le risque à venir.

## 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.