

Perspectives annuelles 2024

A retenir

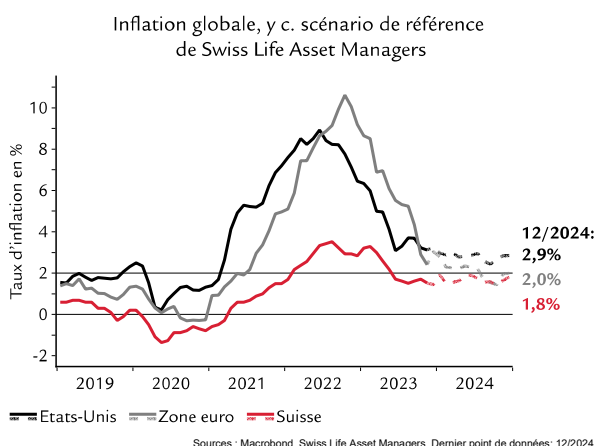
- Zone euro : revirement des taux et fin du choc de pouvoir d'achat favorisent un rebond après la stagnation
- Etats-Unis : la bascule de l'emploi et l'assèchement de l'épargne excédentaire pèsent sur la consommation
- Chine : absence de relais de croissance pour l'économie mondiale en raison d'un secteur immobilier faible

Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 4 décembre 2023

Graphique de l'année



Les difficultés des chaînes d'approvisionnement et les prix élevés de l'énergie ayant nourri l'inflation pendant deux ans ont pris fin en 2023. Les taux d'inflation à deux chiffres parfois observés en Europe vont rejoindre les livres d'histoire comme anomalies. Désormais, l'inflation est principalement déterminée par la demande. Les banques centrales se tournent donc vers la croissance des salaires et les prix des services. La faible conjoncture devrait donc contribuer à ramener l'inflation à environ 2% fin 2024 dans la zone euro et en Suisse, soit un chiffre s'intercalant dans la «zone de confort» des banques centrales. Nous considérons les risques inflationnistes des Etats-Unis comme un peu plus élevés.

Economie mondiale 2024 en cinq thèses

1. Franchissement du plancher cyclique

Une fois n'est pas coutume, l'Europe a un temps d'avance sur les Etats-Unis dans le cycle conjoncturel. Sur le Vieux Continent, la crise énergétique de 2023 a déprimé la croissance, qui va se stabiliser à un faible niveau en 2024. Aux Etats-Unis, un affaiblissement est en cours et devrait se poursuivre au premier semestre 2024. Selon nous, la réponse attendue de la politique monétaire devrait permettre aux pays industrialisés d'avoir passé le creux cyclique au 2^e semestre.

2. Inflation : objectifs des banques centrales en vue

Dans les pays industrialisés, la baisse de l'inflation (voir graphique de l'année) et la timide conjoncture permettent de premières baisses de taux. La crainte d'un retour rapide de la pression salariale en raison du manque structurel de main-d'œuvre limite toutefois la latitude des banques centrales.

3. Politiques budgétaire et monétaire : le vent tourne

Avec la baisse des taux directeurs en 2024, de vent contraire, la politique monétaire va se muer en alizé pour les pays industrialisés. L'inverse se produira côté politique budgétaire : elle sera moins expansive dans la plupart de ces pays.

4. (Géo)politique : le « nouveau désordre mondial »

Les risques géopolitiques demeureront élevés en 2024 et contraindront les entreprises à surveiller en permanence leurs chaînes d'approvisionnement. Nous ne pensons pas que les conflits actuels, comme celui entre Israël et le Hamas, vont s'intensifier. Une nette dégradation de la situation ou de nouveaux foyers de crise géopolitique représentent donc un risque de baisse pour nos prévisions. En 2024, les élections à Taïwan, au Parlement européen et aux Etats-Unis vont sans nul doute agiter les marchés financiers, mais sans incidence majeure sur la conjoncture.

5. Arrêt du moteur chinois de la croissance mondiale

En 2024, la croissance chinoise restera marquée par la correction du secteur immobilier, ce qui maintiendra le moral des ménages à un faible niveau. Nous n'attendons donc aucune impulsion positive majeure pour l'économie mondiale. Alors que les relais de croissance classiques s'éteignent, d'autres secteurs, en lien avec la transition énergétique p. ex., s'envolent.

Suisse Inflation étonnamment faible

Croissance du PIB

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

Les chiffres de la croissance du PIB au 3^e trimestre 2023 désormais disponibles peuvent être trompeurs. Certes, le PIB réel progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent, une excellente performance en comparaison européenne. Or, des révisions des données des trimestres précédents montrent que cette croissance suit un trimestre de repli. De plus, la part de la consommation des ménages est au plus bas depuis le 2^e trimestre 2021. La population résidente permanente de la Suisse a crû de 108 000 personnes ces douze derniers mois, soit plus de 1%. Au printemps 2024, la Suisse comptera 9 millions d'habitants. La croissance du PIB attendue de 1,0% en 2024 est donc latérale. Calculé par habitant, le PIB de la Suisse stagne actuellement.

Inflation

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

C'est avec une rare nervosité que la publication de l'indice suisse des prix à la consommation de novembre était attendue. Le chiffre de 1,4% a fortement surpris à la baisse. Une forte incertitude entourait les prévisions, car pour la première fois, la hausse des loyers des contrats en cours intégrait la statistique. La hausse modérée d'à peine 1,1% par rapport à la dernière enquête sur les loyers trois mois auparavant laisse supposer que la hausse de ces composants clés dans le panier de biens ne se traduira dans les statistiques que de manière différée. Ces prochains mois, les loyers seront relevés au moins une nouvelle fois. De plus, l'augmentation des prix de l'électricité, des tarifs des services postaux et dans les transports publics va exercer une pression haussière. Nous prévoyons donc, jusqu'à mi 2024, une nouvelle hausse du taux d'inflation, avec un pic intermédiaire de 1,9%.

Etats-Unis

Une économie à bout de souffle ?

Croissance du PIB

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

Il y a un an, le consensus des marchés voulait que les Etats-Unis basculent en récession en 2023. Au lieu de cela, l'économie américaine s'est avérée solide en 2023. La consommation des ménages, pilier quasi unique de la croissance récemment a été maintenue en vie par la diminution de l'épargne excédentaire accumulée lors de la pandémie, tandis que l'octroi de crédits à la consommation devient de plus en plus difficile d'après les enquêtes. Par ailleurs, un basculement se dessine sur le marché du travail, où la sous-utilisation des capacités (plus de chômeurs, demandeurs d'emploi découragés et temps partiel imposé) a récemment augmenté. Contrairement à 2023, la politique budgétaire devrait avoir l'effet d'un léger frein en 2024. Dans l'exercice fiscal actuel, les Républicains continuent de réclamer une forte réduction des dépenses. Sans terrain d'entente, des baisses modérées seront automatiquement appliquées, comme prévu par l'accord transpartisan de suspension du plafond de la dette approuvé en juin 2023. Nous continuons donc de tabler sur une décélération de l'économie américaine au premier semestre, même si son ampleur devrait être moins importante que prévu après le changement de ton de la Fed en décembre. Après avoir stagné en 2023, les secteurs sensibles aux taux, comme l'immobilier, devraient en particulier retrouver un peu de dynamisme en raison de la nette baisse des taux d'intérêt à long terme.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,1%	2023 : 4,1%
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%

En 2024, le repli de l'inflation se poursuivra à un rythme moins soutenu qu'en 2023. La baisse des prix des voitures d'occasion va notamment contribuer à la désinflation. Concernant les prix des services, la normalisation attendue n'aboutira que si l'économie ralentit, que la pénurie de main-d'œuvre se résorbe et que la pression salariale associée reflue. Le renchérissement toujours élevé des coûts du logement représente le plus grand risque inflationniste pour 2024.

Zone euro

Absence de relais de croissance

Croissance du PIB

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

Après le 1^{er} trimestre 2024, la zone euro aura derrière elle 18 mois de stagnation. Nous ne voyons pas de réel relais de croissance pour l'année 2024. Si l'économie américaine ralentit comme prévu et que le moteur chinois de la croissance mondiale ne redémarre pas, la demande externe pour la zone euro va être faible. De plus, le stimulus de la politique monétaire, d'après le Fonds monétaire international (FMI) et selon les budgets de la plupart des pays, sera inférieur à son niveau de 2023. Selon le FMI, seuls Malte, la Lituanie, le Luxembourg et les Pays-Bas profiteront d'un stimulus budgétaire positif en 2024. Malgré cela, nous prévoyons une légère croissance en zone euro au 2^e semestre 2024. D'une part, la BCE devrait assouplir sa politique monétaire, probablement avant la Fed. D'autre part, la consommation privée pourrait quelque peu rebondir. Des salaires réels à nouveau en hausse grâce à la baisse de l'inflation, un marché de l'emploi robuste (même si une faible hausse du chômage est attendue) et une épargne solide en seront les moteurs. Alors que les ménages américains financent leur consommation par un taux d'épargne plus faible et les excédents accumulés lors de la pandémie, ceux de la zone euro restent réservés et tiennent à leurs économies.

Inflation

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

En novembre, l'inflation a surpris en zone euro, où elle a baissé à 2,4%. Le recul de l'inflation sous-jacente est également plus franc qu'attendu. Des effets de base et de pondération, ainsi que la fin du plafonnement des prix de l'énergie devraient dans un premier temps alimenter un rebond temporaire. Ensuite, et malgré une inflation structurelle toujours élevée dans les services, nous prévoyons une désinflation en 2024, avec une moyenne à 1,9% lors du 2^e semestre.

Allemagne

Toujours lanterne rouge

Croissance du PIB

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

La longue liste des maux de l'économie allemande s'est un peu plus étoffée. La Cour constitutionnelle a tranché : la réaffectation de 60 milliards de crédit alloués à la gestion de la pandémie au fonds dédié au climat et à la transformation de l'économie est anticonstitutionnelle. Voilà qui va faire plonger l'impulsion budgétaire allemande encore plus que prévu. Bien que l'étendue de la décision soit pour l'heure incertaine, elle nous a amenés à abaisser à 0% notre prévision de croissance pour 2024. L'Allemagne restera donc la lanterne rouge des quatre plus grands pays de la zone euro. Pourtant, nous prévoyons toujours un léger mieux, porté notamment par la consommation privée. L'Allemagne possède à cet égard le plus important potentiel de rattrapage, suivie de l'Autriche et de la Finlande. En effet, après le 3^e trimestre 2023, les dépenses des ménages dans ces trois pays de la zone euro sont encore inférieures à leur niveau pré-covid, respectivement de 2,3%, 0,6% et 0,1%. Toutefois, le nombre de ménages envisageant des achats importants ces douze prochains mois vient encore de baisser. Relativement aux moyennes historiques, il n'y a qu'en Finlande, en Autriche et au Luxembourg que ce chiffre est plus faible. Nous considérons les risques comme globalement orientés à la baisse, malgré des prévisions déjà faibles.

Inflation

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

Inscrite à 3,2%, l'inflation a baissé bien plus que prévu et nous amène à abaisser nos prévisions. Lors du passage à la nouvelle année, plusieurs effets exceptionnels alimenteront une inflation volatile. A partir de mars 2024, elle devrait osciller autour de l'objectif de 2% de la BCE, avec un creux à 1,7% et un niveau de 2,2% en fin d'année. Les risques orientés à la baisse concernant la croissance en créent un autre en particulier pour l'inflation dans les services. Le principal risque haussier réside dans une pression salariale plus forte que prévu.

France

Recul des impulsions budgétaires

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,8%	2023 : 0,9%
2024 : 0,7%	2024 : 0,7%

D'après les calculs du FMI, la France a profité d'un stimulus budgétaire en 2023, contrairement à la zone euro dans sa globalité. Autrement dit, le déficit public primaire s'est creusé par rapport à 2022. Comme décrit dans nos cinq thèses pour 2024, le soutien budgétaire ne va plus porter la croissance en France, et avoir même l'effet contraire. Divergeant légèrement de notre hypothèse pour la zone euro, nous estimons que la France a déjà franchi son plancher cyclique. L'organisation des Jeux olympiques d'été va exiger jusqu'à la dernière minute des investissements dans les infrastructures, alimentant une consommation estivale supplémentaire. De plus, la France aussi est concernée par la première hausse des salaires réels depuis le printemps 2021 grâce au recul de l'inflation. La légère détente de la crise du pouvoir d'achat devrait stimuler la demande intérieure au 2^e semestre 2024. Nous attendons le même effet de la baisse des coûts de financement. Malgré l'amélioration cyclique, la croissance française restera, dans un futur proche, inférieure à son potentiel. Par conséquent, le taux de chômage augmentera légèrement, allégeant un peu plus la pression inflationniste.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,9%	2023 : 4,9%
2024 : 2,1%	2024 : 2,4%

A 3,4% en novembre, l'inflation atteint son plus faible niveau depuis janvier 2022. Ce mois-ci, nous prévoyons une hausse temporaire à 3,8% en raison d'effets de base de l'an dernier. Malgré une hausse des taxes sur les produits du tabac, la nouvelle augmentation des tarifs de l'électricité pour les particuliers et celle des nuitées pendant les JO à Paris, la trajectoire de baisse de l'inflation se poursuivra en 2024. Au 4^e trimestre 2024, elle devrait être en moyenne de 1,5%.

Royaume-Uni

A pieds joints sur le frein

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,6%	2023 : 0,5%
2024 : 0,4%	2024 : 0,3%

L'économie britannique a mieux résisté que prévu en 2023, potentiellement grâce à la forte hausse de l'immigration nette venue de l'extérieur de l'UE depuis 2021. Certes, elle a connu un pic fin 2022, mais mi 2023, elle entraînait une croissance de la population britannique d'environ 1%. Le secteur des soins et de la santé a notamment porté l'immigration, cette dernière aidant à soulager la pénurie de personnel. La croissance démographique, notamment par la consommation, a alimenté une certaine « croissance en largeur », où la croissance économique par habitant a déçu. Le relais de croissance qu'est l'immigration devrait s'essouffler en 2024. Affolé notamment par l'importance du regroupement familial, le ministre britannique de l'Intérieur James Cleverly a annoncé une forte réduction de l'immigration en 2024. L'exécutif prévoit par ailleurs de diminuer les dépenses, et des coupes sombres dans les grands projets d'infrastructures comme HS2, alors que la politique monétaire demeure un frein conjoncturel. Une situation qui pourrait évoluer au 2^e semestre 2024 si l'inflation évolue favorablement et permet de premières baisses de taux. Le recul de l'inflation a également permis une légère hausse des salaires réels depuis mi 2023, compensant quelque peu les entraves citées plus haut.

Inflation

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

Malgré le repli de l'inflation en 2023, la situation britannique reste plus fragile qu'ailleurs sur ce front. Le Royaume-Uni entamera 2024 avec une inflation sous-jacente bien plus élevée qu'aux Etats-Unis ou en zone euro. Selon nos prévisions, ni cette composante ni l'inflation globale n'atteindront l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre en cours d'année. Par conséquent, l'ampleur des baisses de taux que nous et les marchés financiers attendons sera plus faible que dans les autres zones économiques.

Chine

Locomotive mondiale en panne

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,4%	2023 : 5,2%
2024 : 4,7%	2024 : 4,6%

En 2024, les perspectives économiques de la Chine seront marquées par celles du secteur immobilier. L'objectif de l'exécutif est de faire diminuer l'offre excédentaire cumulée ces dernières années, et de l'adapter à la demande effective. Nous prévoyons donc un ralentissement en 2024 et au-delà. Le secteur immobilier pesant un quart de l'économie chinoise, cet essoufflement se répercutera sur la conjoncture et sur le moral des consommateurs. Le gouvernement va introduire des mesures de soutien supplémentaires qui ne visent pas à doper l'investissement, mais juste à contenir le ralentissement. Alors que des relais de croissance classiques s'éteignent, d'autres secteurs se développent fortement. Les exportations du « nouveau trio », à savoir les cellules photovoltaïques, les batteries lithium-ion et les véhicules électriques, connaissent un formidable essor. La Chine pourrait ainsi stabiliser sa part dans les exportations mondiales malgré les efforts de diversification dans le cadre de la stratégie dite « Chine + 1 ». En parallèle, la concurrence accrue en matière de commerce pourrait ouvrir un nouveau chapitre du conflit commercial.

Inflation

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

Contrairement aux autres grandes économies, la Chine a dû lutter contre des prix en baisse en 2023. La faiblesse du marché immobilier a fait stagner à un bas niveau les prix des produits en lien avec le secteur, alors que les prix des produits alimentaires ont baissé. Nous prévoyons certes un léger rebond en 2024, mais l'inflation va stagner à un niveau modéré et ouvrir des possibilités en matière de politique monétaire.

Perspectives annuelles 2024

A retenir

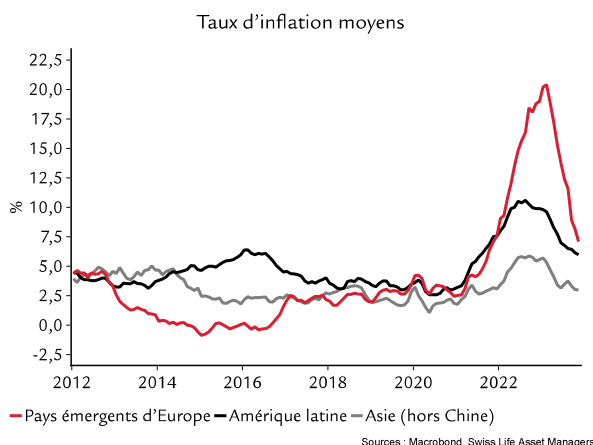
- Rebond de la demande intérieure des pays émergents ; la Chine ne joue pas son rôle de locomotive
- Dès que la Fed baissera ses taux, les pays émergents étendront leur cycle de baisse
- Les tensions géopolitiques demeurent élevées et sont l'un des principaux risques pour nos prévisions

En un chiffre

4%

Une enquête de Bloomberg prévoit une croissance du PIB de 4% en 2024 pour les pays émergents, contre 3,9% attendus en 2023. Comme la demande étrangère va probablement être timide, la consommation intérieure va être le moteur de la croissance des pays émergents. Nous prévoyons notamment un nouveau recul de l'inflation, soutenant la consommation privée et ouvrant la voie à un cycle de baisse des taux plus large, ce qui devrait dopper l'investissement.

En un graphique



La trajectoire de baisse des taux d'inflation devrait se poursuivre dans la plupart des pays émergents en 2024 et ramener l'inflation dans la zone de confort des banques centrales. Le cycle de baisse des taux d'intérêt devrait donc s'étendre au-delà des premiers pays qui l'ont entamé, notamment dès que la Fed desserrera son étai. Le repli de l'inflation sera particulièrement sensible dans les prix des marchandises, alors que la hausse de ceux des services va rester tenace.

Une forte demande intérieure comme locomotive

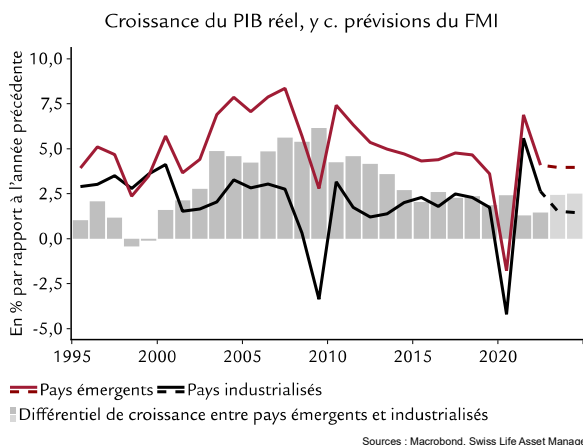
Après une année 2023 plus solide qu'attendu, les perspectives conjoncturelles 2024 pour les pays émergents restent robustes. Une enquête de Bloomberg y prévoit une croissance du PIB de 4,0%, légèrement supérieure à l'estimation de 3,9% pour 2023. Des perspectives à rebours de celles des Etats-Unis : la première économie mondiale devrait ralentir, et avec elle la demande en exportations depuis les pays émergents. Il ne faut pas non plus compter sur la seconde puissance économique mondiale, la Chine, pour insuffler un élan positif. La croissance chinoise pâtit de la faiblesse durable du secteur immobilier et d'un moral des ménages en berne. Par conséquent, la croissance des économies émergentes sera tirée par la demande intérieure. Les principaux pays émergents disposeront encore en 2024 d'excédents d'épargne suffisants, accumulés lors de la pandémie. Le repli durable de l'inflation va continuer de doper le revenu réel. Ces deux facteurs vont porter la consommation. Par ailleurs, la baisse de l'inflation va permettre un assouplissement de la politique monétaire, favorable aux investissements. Le différentiel de croissance avec les pays industrialisés devrait donc croître légèrement (voir graphique 1). D'un point de vue régional, les pays d'Europe de l'Est ayant connu une profonde crise économique et des taux d'inflation à deux chiffres en 2023 seront ceux qui connaîtront probablement le plus fort regain de croissance. L'Amérique latine, qui a déjà surpris par sa solide croissance en 2023, devrait pouvoir tenir le rythme, car le poids de la politique monétaire rigide s'estompe. En Asie (hors

Chine), la croissance devrait reculer, notamment en raison d'une normalisation de la consommation exceptionnellement forte en Inde. La région affiche toutefois, et de loin avec près de 4,5%, un des taux de croissance les plus élevés de la planète.

Le cycle de baisse va s'étendre

Au cours de l'année 2023, l'inflation a nettement reculé dans la plupart des pays émergents. Cette tendance devrait se poursuivre en 2024, en particulier pour les prix des biens de consommation. Une raison à cela réside dans les surcapacités de la Chine, qui se traduisent dans la baisse des prix à l'exportation et qui devraient appuyer un peu plus la trajectoire de baisse. Certes, l'inflation des services recule, mais elle reste tenace et, considérant les solides perspectives de croissance, sa normalisation sera plus lente. Globalement, la tendance baissière de l'inflation devrait donner plus de latitude aux banques centrales pour baisser les taux. Contrairement aux pays industrialisés, les émergents ont déjà entamé leur cycle de baisse depuis la mi 2023. Les premiers ont été le Brésil, le Chili et le Pérou en Amérique latine, ainsi que la Hongrie et la Pologne en Europe de l'Est. Les banques centrales asiatiques ont été plus prudentes jusqu'ici, car elles redoutent le risque d'une dépréciation. Cependant, dès que la Fed commencera à desserrer l'étau comme nous le prévoyons, ces gardiens de la monnaie lui emboîteront le pas.

Graphique 1 : Le différentiel de croissance entre pays émergents et industrialisés se creuse



Graphique 2 : De premières banques centrales ont baissé leurs taux, d'autres devraient suivre

	Taux actuels	Taux directeurs en %															
		2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	06/2023		
Chili	9,00																11,25
Brésil	11,75																13,75
Hongrie	11,50																13,00
Pologne	5,75																6,75
Pérou	7,00																7,75
Chine	2,50																2,75
République tchèque	7,00																7,00
Colombie	13,25																13,25
Inde	6,50																6,50
Corée du Sud	3,50																3,50
Mexique	11,25																11,25
Malaisie	3,00																3,00
Afrique du Sud	8,25																8,25
Indonésie	6,00																5,75
Philippines	6,50																6,25
Thaïlande	2,50																2,00

Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Aucun stimulus venant Chine

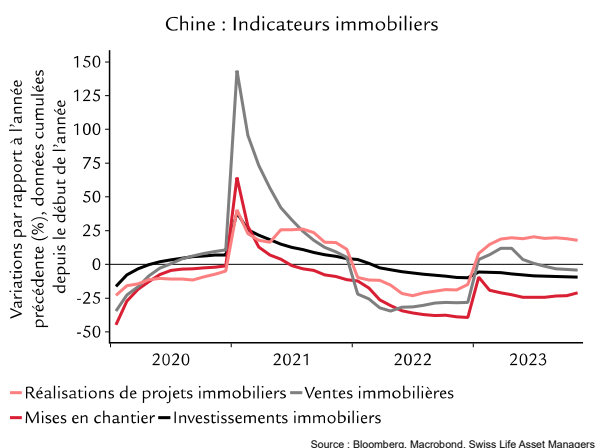
En 2024, les perspectives économiques de la Chine seront marquées par celles du secteur immobilier. L'objectif de l'exécutif est de faire diminuer l'offre excédentaire cumulée ces dernières années, et de l'adapter à la demande effective. Nous prévoyons donc un ralentissement en 2024 et au-delà. Le secteur immobilier pesant un quart de l'économie chinoise, cet essoufflement se répercutera sur la conjoncture et sur le moral des consommateurs. Bien qu'une nouvelle correction de l'activité immobilière soit en ligne de mire, le rythme de baisse est actuellement trop soutenu. Des mesures de soutien vont ainsi être prises pour le freiner quelque peu. Les réalisations de projets immobiliers constituent un indicateur clé d'une possible stabilisation des ventes immobilières. En effet, la confiance dans le secteur pourra être restaurée uniquement lorsque la population aura la certitude de pouvoir entrer dans les murs qu'elle a payés sur plan. Certes, le rythme des achèvements a augmenté. Cependant, même si ce dernier se maintient au niveau actuel cette année, près de la moitié des logements déjà vendus subiront des retards de livraison. Alors que des relais de croissance classiques s'éteignent, d'autres secteurs s'envolent. Les exportations du « nouveau trio », à savoir les cellules photovoltaïques, les batteries lithium-ion et les véhicules électriques, connaissent un formidable essor. La Chine pourrait ainsi stabiliser sa part dans les exportations mondiales malgré les efforts de diversification dans le cadre de la stratégie dite « Chine + 1 ». En pa-

rallèle, la concurrence accrue en matière de commerce pourrait ouvrir un nouveau chapitre du conflit commercial.

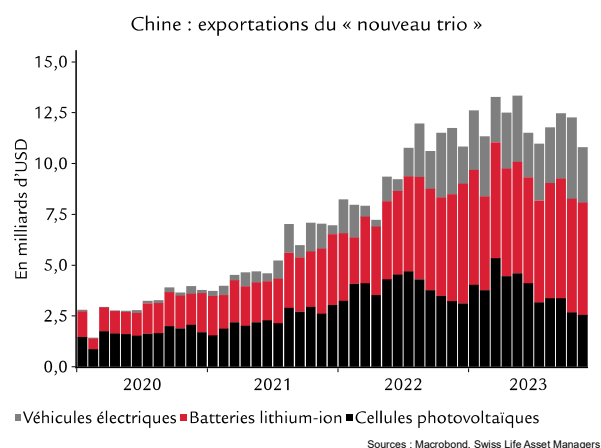
Cristallisation géopolitique

Les risques géopolitiques demeureront élevés en 2024. Nous ne pensons pas que les conflits actuels, comme celui entre Israël et le Hamas, vont s'intensifier. Une nette dégradation de la situation actuelle ou de nouveaux foyers de crise géopolitique représentent donc un risque de baisse pour nos prévisions. De plus, de nombreux scrutins présidentiels sont attendus, notamment en Afrique du Sud, en Inde, au Mexique, à Taïwan et au Venezuela. Les élections organisées à Taïwan le 13 janvier seront cruciales, car leur issue sera déterminante pour les relations sino-taïwanaises. Le candidat du DPP au pouvoir, Lai Ching-te, a une légère avance dans les sondages. Néanmoins, le risque d'une déclaration d'indépendance de l'île, susceptible de déclencher un vaste conflit dans la région, est moindre qu'il y a quatre ans. D'une part, le ton du DPP est devenu plus mesuré. D'autre part, d'après une enquête de l'université Chengchi de Taipei conduite en juin 2023, les aspirations indépendantistes de la population diminuent. Seuls 4,5% des Taïwanais sont en faveur d'un Etat totalement indépendant de la Chine. Pourtant, les relations sino-taïwanaises alimenteront la volatilité sur les marchés, car le risque d'une escalade ne peut être totalement exclu.

Graphique 3 : Les réalisations de projets immobiliers doivent accélérer pour stabiliser les ventes



Graphique 4 : L'envol du « nouveau trio » stabilise la part chinoise dans les exportations mondiales



Perspectives annuelles 2024

Taux d'intérêt et obligations

Titres investment grade : un bon cru 2024 attendu

Etats-Unis

- L'abaissement de la prévision d'émission de T-Bonds, associé au reflux de l'inflation et à la croissance modérée, a fait plonger taux et écarts de crédit en novembre.
- Avec une croissance et une inflation en repli, nous pensons que la Fed va baisser ses taux directeurs en 2024, ce qui profitera aux obligations d'entreprise malgré des écarts de crédit attendus en légère hausse.

Zone euro

- L'inflation a nettement ralenti en réaction à la stagnation de l'économie. En réponse, la BCE a donc ajusté son discours, alimentant une baisse des taux des obligations d'Etat et des écarts de crédit.
- Avec une inflation globale proche de son objectif et une économie au ralenti, la BCE pourrait bientôt assouplir sa politique monétaire restrictive. Les taux devraient baisser en 2024 ; les écarts de crédit sont attendus en légère hausse.

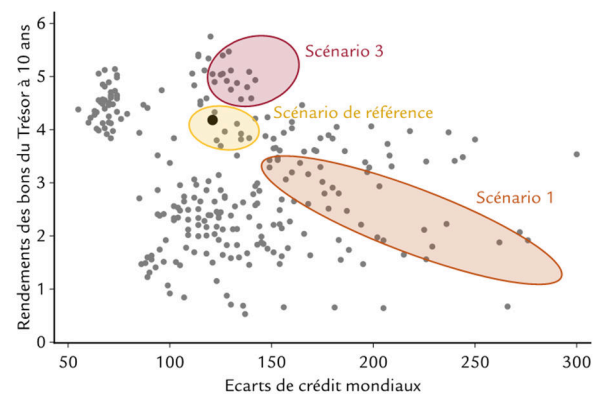
Royaume-Uni

- Si les gilts ont suivi la même tendance qu'ailleurs, l'environnement macro-économique britannique est plus délicat. L'inflation sous-jacente élevée (5,7% en octobre), malgré une croissance terne, en est la principale raison.
- Parmi les banques centrales, la Banque d'Angleterre devrait fermer la marche des baisses de taux, entravant toute reprise de l'économie. Nous prévoyons tout de même une trajectoire de baisse des taux d'intérêt, quoique moins prononcée qu'en zone euro ou outre-Atlantique.

Suisse

- L'inflation suisse reste sous contrôle et même avec une croissance inférieure à son potentiel en 2024, nous n'attendons pas de récession.
- La BNS est très bien positionnée pour baisser ses taux : les positions en duration longues et enclines au risque sur le marché obligataire devraient en profiter en raison du carry intéressant.

Ecarts et taux selon différents scénarios économiques



• End of month values 09/2000 to 11/2023 • Observation 13/12/2023

Sources : Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers, dernier relevé des données : 13.12.2023

En 2023, nombre d'investisseurs ont parié sur une récession aux Etats-Unis qui ne s'est pas concrétisée. Tensions géopolitiques, crise bancaire américaine et immobilière en Chine : l'économie mondiale a résisté à ces multiples défis et les actifs risqués ont été performants. Depuis janvier, les écarts de crédit ont reculé d'environ 20 pb, alors que les taux des obligations d'Etat ont gagné près de 30 pb aux Etats-Unis et cédé 40 pb en Europe. Solide gain du crédit en EUR et en USD (respectivement 6,3% et 5,2%) grâce aux rendements globaux élevés. En 2024, la baisse de la croissance et de l'inflation pourrait ouvrir la voie à un assouplissement de la politique monétaire (scénario de référence). Or, les marchés l'anticipent largement, avec à la clé des taux et écarts potentiellement volatils si les données réelles divergent. Les investisseurs pourraient en pâtir si les chiffres sont supérieurs aux prévisions, car taux et écarts augmenteraient depuis leur niveau actuel (scénario 3). A l'inverse, une récession mondiale pourrait produire des rendements intéressants, car toute hausse des écarts devrait être compensée par une baisse plus marquée des taux d'intérêt (scénario 1). Le crédit investment grade est l'une des classes d'actifs les plus séduisantes du moment. Les forts rendements globaux et éventuelles baisses de taux, dans un contexte économique propice, ouvrent la perspective de rendements totaux potentiellement élevés en 2024.

Actions

Excellent cru 2023, ambitions à la baisse en 2024

Etats-Unis

- Le marché signe +24,7% en 2023 (toutes les données au 13 décembre) après avoir cédé 19,8% en 2022. Les « Sept Magnifiques » de la tech s'arrogent l'essentiel de cette excellente performance. Leur valeur a plus que doublé grâce à l'engouement pour l'IA.
- Les différents styles d'actions affichent des résultats divers : un indice composite à pondération égale avec tous les titres du S&P 500 signe +10%, les titres « valeur » +4,5% et ceux à dividende -1%. Les petites capitalisations cèdent 10 % à l'indice global. Il est peu probable que les Sept Magnifiques renouvellent leur performance en 2024, et le marché américain est clairement cher.

Zone euro

- Les actions de l'UEM gagnent 18,4% en 2023 après avoir perdu 12,5% en 2022. Cette bonne performance est bien plus diversifiée qu'aux Etats-Unis. En Europe, la performance des titres de valeur et de croissance est similaire à celle du marché.
- La valorisation est faible et l'écart avec le marché américain est très marqué. Il se réduira sûrement, mais rien ne semble pouvoir déclencher le mouvement.

Royaume-Uni

- Le faible gain de 5,0% en 2023 fait du marché UK un des moins performants du monde développé.
- Il profite de sa valorisation la plus faible et de son rendement du dividende le plus élevé des économies avancées.

Suisse

- Le marché gagne 5,6% en 2023, mais exprimé en CHF, sous-performe de 9% le marché mondial.
- Parmi les titres phares, Roche (-10%) et Nestlé (-5%) ont souffert – et ils pèsent 29% du SMI.
- Le marché suisse des actions est le plus cher, derrière l'américain.

Marchés émergents

- Les actions des marchés émergents gagnent 4,3% en 2023. La Chine est le marché pénalisant le plus la performance (-13,6% en USD), alors qu'il pèse près de 30% de l'indice.
- Ce marché est proche de sa juste valeur et la croissance des bénéfices en 2024 est estimée à 18%, soit la plus forte prévision des principaux marchés.

Tableau de valorisation des actions mondiales (niveau actuel : 9.670)

	Croissance des bénéfices prévue									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
10	4.203	4.466	4.728	4.991	5.254	5.516	5.779	6.042	6.304	
11	4.623	4.912	5.201	5.490	5.779	6.068	6.357	6.646	6.935	
12	5.043	5.359	5.674	5.989	6.304	6.619	6.935	7.250	7.565	
13	5.464	5.805	6.147	6.488	6.830	7.171	7.513	7.854	8.196	
14	5.884	6.252	6.619	6.987	7.355	7.723	8.090	8.458	8.826	
15	6.304	6.698	7.092	7.486	7.880	8.274	8.668	9.062	9.456	
16	6.725	7.145	7.565	7.985	8.406	8.826	9.246	9.667	10.087	
17	7.145	7.591	8.038	8.484	8.931	9.378	9.824	10.271	10.717	
18	7.565	8.038	8.511	8.984	9.456	9.929	10.402	10.875	11.348	
19	7.985	8.484	8.984	9.483	9.982	10.481	10.980	11.479	11.978	
20	8.406	8.931	9.456	9.982	10.507	11.032	11.558	12.083	12.609	
21	8.826	9.378	9.929	10.481	11.032	11.584	12.136	12.687	13.239	
22	9.246	9.824	10.402	10.980	11.558	12.136	12.714	13.291	13.869	
23	9.667	10.271	10.875	11.479	12.083	12.687	13.291	13.896	14.500	
24	10.087	10.717	11.348	11.978	12.609	13.239	13.869	14.500	15.130	
25	10.507	11.164	11.820	12.477	13.134	13.791	14.447	15.104	15.761	

Sources : Bloomberg, Swiss Life Asset Managers, dernier relevé des données : 14.12.2023

Nous prévoyons une décélération économique aux Etats-Unis au 1^{er} semestre 2024, ainsi qu'un repli de l'inflation et des taux d'intérêt dans le monde développé. Partant, le marché mondial des actions affiche un potentiel de performance réaliste de 3% à 7% (rendement total) en 2024. Des chiffres cohérents avec les prévisions de croissance des bénéfiques et supposant que les valorisations se maintiennent à leur niveau actuel. Cet avis positif pour l'année repose sur notre prévision d'un début de cycle de baisse des taux directeurs au 2^e trimestre. Deux arguments étayent la thèse de rendements à un chiffre. 1. Valorisation relativement faible des marchés mondiaux hors Etats-Unis. 2. Réaction positive des actions à la fin du cycle de hausse des taux de la Fed si une récession superficielle ou un atterrissage en douceur s'ensuivent. En revanche, la politique monétaire est très restrictive et la valorisation ne tient pas compte d'une potentielle récession. Obligations et liquidité sont très intéressantes par rapport aux actions, avec des taux de rendement proches (aux Etats-Unis principalement). Quelle ampleur pour le risque de baisse ? Le tableau ci-dessus intègre la valorisation (ratio cours/bénéfice - C/B) et la croissance des bénéfices comme variables. La prévision actuelle pour celle-ci est d'environ 10%, le ratio C/B est attendu à 18. En se fondant sur ces deux hypothèses, la valeur théorique du marché mondial des actions est 8% supérieure à son niveau actuel. Si la croissance des bénéfices était de 5% (hypothèse plus réaliste selon nous), la juste valeur serait 3% supérieure à la valeur actuelle. Si le ratio C/B et/ou les bénéfices attendus baissaient, de lourdes pertes pourraient se produire. Nous sommes neutres sur un horizon de 1 à 3 mois et positifs pour 2024. La récente intervention de la Fed est clairement positive, mais le marché a déjà beaucoup progressé en anticipation de baisse de taux.

Devises

2024 : le retour du roi dollar

Etats-Unis

- En 2023, l'USD a fluctué au gré des prévisions de politique monétaire et de rendements des bons du Trésor, clôturant l'année sur une performance en demi-teinte (données au 13 décembre). Les devises des exportateurs de matières premières sont perdantes, alors que les latino-américaines et quelques européennes (CHF, GBP et EUR) ont gagné du terrain.
- L'USD devrait s'apprécier face à la plupart des monnaies des marchés développés en 2024, malgré les baisses de taux prévues côté Fed. Hormis la Banque du Japon, d'autres banques centrales devraient également assouplir leur politique monétaire, et le différentiel de taux d'intérêt (carry) demeure globalement en faveur du billet vert.

Zone euro

- L'EUR s'est légèrement apprécié face à l'USD en 2023, mais a cédé du terrain à la GBP et au CHF ; pondéré des échanges, le taux est quasi inchangé.
- Croissance atone, baisse de l'inflation et donc besoin d'assouplissement monétaire augurent d'un EUR faible en 2024.

Royaume-Uni

- Malgré une croissance morose, la GBP s'est appréciée face à l'USD et à l'EUR, alors qu'une inflation tenace maintenait l'étau monétaire très serré.
- Dans la logique d'un USD solide, la paire GBP/USD devrait s'affaiblir légèrement en 2024.

Suisse

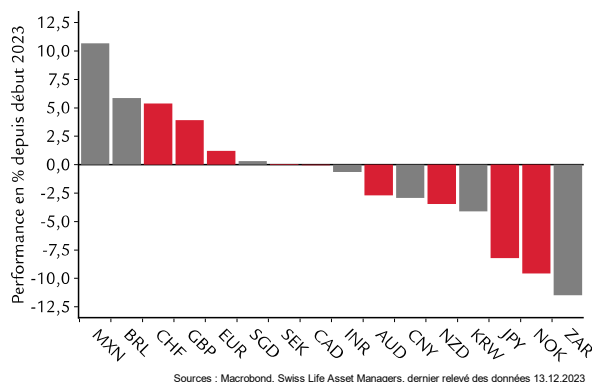
- Le CHF s'est apprécié face à toutes les devises majeures en 2023.
- Malgré un carry désavantageux, le potentiel de baisse du CHF est mince, car il va sûrement profiter de son statut de valeur refuge par excellence.

Japon

- Seule la NOK sauve le JPY de la place de lanterne rouge des grandes devises en 2023, la Banque du Japon ayant maintenu ses taux d'intérêt négatifs.
- La normalisation de la politique monétaire ne suffira pas à rendre le JPY attractif en 2024, en raison de son carry très désavantageux.

2023, année contrastée pour l'USD

Performance 2023 face à l'USD : sélection de devises de marchés développés (en rouge) et marchés émergents (en gris)



Il y a un an, nous prédisions la fin du « super cycle de l'USD » en 2023. Et après une année 2022 où le billet vert a surperformé la quasi-totalité des devises, 2023 s'annonce jusqu'ici contrastée pour le dollar (voir plus haut). Comme l'an dernier, le peso mexicain (MXN) et le réal brésilien (BRL) trustent les premières places, mais le CHF, l'EUR et la GBP comptaient parmi les devises majeures à s'apprécier légèrement face à l'USD au moment de la rédaction. Notre avis sur le billet vert est positif pour 2024. Même si la dynamique économique américaine devrait ralentir en 2024, la conjoncture en Europe semble plus problématique après 18 mois de stagnation, alors que la pression inflationniste a nettement diminué. Selon nous, la BCE pourra effectuer un peu plus de baisses que la Fed en 2024. Les marchés n'intègrent pas pleinement ce scénario, même après la réévaluation ayant suivi la réunion rassurante du FOMC le 13 décembre. Ainsi, les différentiels de taux d'intérêt entre les deux rives de l'Atlantique pourraient se creuser en 2024. Cet avantage de carry a largement porté l'USD ces dernières années et constitue la raison principale de notre avis positif. C'est aussi pour cela que notre avis sur le JPY est moins positif que celui du consensus. Malgré l'abandon attendu de la politique de taux d'intérêt négatifs, le carry face à l'USD reste très défavorable, entravant le potentiel d'appréciation du yen face au billet vert. L'argument du carry pénalise toutefois moins le CHF que le JPY. Valeur refuge de choix en 2023, le CHF va poursuivre ainsi en 2024, car l'incertitude (géo)politique comme économique demeure très importante.

Perspectives

Allocation d'actifs

Perspectives annuelles 2024 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

2023, année remarquable et déroutante

Aperçu

- Hausse des taux des obligations en 2022 et corrections du marché des actions et du crédit ne suffisant pas à rendre ces classes d'actifs intéressantes nous avons été incités à être positifs sur les obligations de bonne qualité, mais à la prudence sur la dette d'entreprise et les actions en 2023.
- La résistance de la croissance économique américaine et la rapide évolution de l'inflation vers sa cible ont tiré les actions vers le haut et fait se contracter les écarts de crédit. Les obligations de première qualité ont été à la peine sur l'essentiel de la période, malgré un rebond ces dernières semaines.

Taux d'intérêt et obligations

- Après avoir ouvert l'année en baisse, les taux des obligations allemandes et américaines ont fortement rebondi avant de retomber fin 2023. Les obligations d'Etat ont donc sous-performé les emprunts d'entreprise et notamment le high yield, les écarts de crédit se resserrant.
- En revanche, les obligations libellées en CHF ont été en vue. La courbe des taux en CHF étale ou très légèrement inversée en 2023 a moins incité les investisseurs à se tourner vers les marchés monétaires qu'ailleurs et a attiré les investisseurs étrangers. En effet, les rendements CHF couverts en USD p. ex. étaient bien supérieurs aux américains, et la vigueur du CHF a dispensé la BNS de mouvement offensif.

Actions

- Bonne performance globale des marchés, malgré un net contraste entre la performance exceptionnelle des grands noms de la tech et celle du reste du marché. Contexte négatif pour les petites et moyennes capitalisations, peu favorable aux marchés défensifs comme la Suisse. Sous-performance des marchés émergents en raison de l'atonie chinoise.
- Les différentiels de rendement pour un investisseur en CHF sur les marchés développés étaient bien moindres, la vigueur du franc pesant sur les rendements en CHF des marchés des actions étrangers.

Perspectives 2024 : finir le travail

Les marchés financiers ont privilégié les actifs risqués en 2023, les investisseurs estimant que le cycle de resserrement s'achevait avec peu d'effet sur la croissance, et l'inflation retrouvant un niveau acceptable à un rythme soutenu. Partant, le risque de crédit et les prévisions de bénéfices restent trop optimistes. Ils intègrent peu un ralentissement économique, même modéré. Cela signifie que les écarts trop serrés et les marchés des actions chers, en tout cas peu accessibles, ne pourront pas digérer de mauvaises nouvelles économiques. Les taux des obligations d'Etat ont pour leur part évolué à des niveaux « corrects », bien que les récents mouvements les aient sûrement fait repasser en dessous. Notre scénario de référence prévoit donc un rendement solide des obligations de qualité supérieure en 2024, mais avec de la volatilité. Une correction des titres plus risqués comme la dette d'entreprise et les actions est attendue quand l'économie ralentira, car ils sont actuellement « valorisés à la perfection ». Au 2^e semestre 2024, les grandes économies auront passé le creux de leur cycle ; les banques centrales pourront assouplir leur politique monétaire si besoin. Les obligations d'entreprise et les actions devraient en profiter.

Bilan et risques : en résumé, toutes les grandes classes d'actifs devraient afficher des rendements positifs, mais modestes, en 2024. Les risques augmenteront. Si l'économie ne ralentit pas, l'évolution du marché dépendra de l'inflation. Si elle se normalise, 2024 devrait être favorable aux marchés des actions et à la dette des entreprises. Une résurgence de l'inflation induirait un durcissement de politique monétaire à l'effet négatif, toutes classes d'actifs confondues. En 2023, les devises ont été déterminantes pour le rendement et ont suivi l'évolution des prévisions de politique monétaire. Il devrait en être de même en 2024. Une gestion méthodique du risque de change sera ainsi une des clés d'une stratégie d'investissement réussie, en particulier pour les investisseurs en CHF.