

Novembre / décembre 2021

A retenir

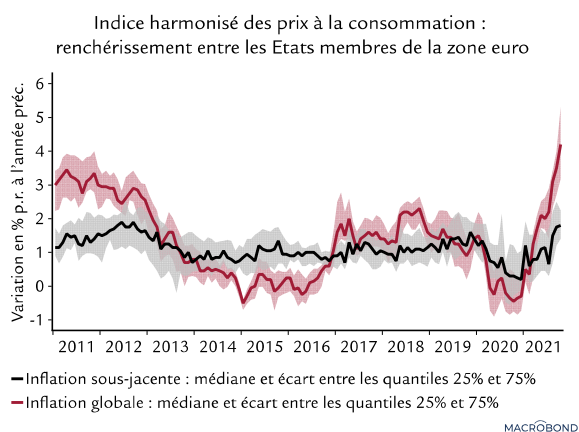
- Etats-Unis : le couple croissance/inflation bat de l'aile, mais sans stagflation
- Zone euro : forte croissance en France et en Italie, alors que l'Allemagne souffre des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie
- Inflation : l'énergie est le moteur en Europe, la pression salariale monte aux Etats-Unis et au Royaume-Uni

Prévisions comparées

| | Croissance du PIB 2021 | | Croissance du PIB 2022 | | Inflation 2021 | | Inflation 2022 | |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus |
| Etats-Unis | 5,4% ↓ | 5,7% ↓ | 3,3% ↓ | 4,1% ↓ | 4,4% ↑ | 4,4% ↑ | 3,1% ↑ | 3,4% ↑ |
| Zone euro | 5,2% ↑ | 5,1% ↑ | 3,7% ↑ | 4,4% | 2,4% ↑ | 2,3% ↑ | 2,0% ↑ | 2,0% ↑ |
| Allemagne | 2,9% ↑ | 2,8% ↓ | 3,6% | 4,4% | 3,1% ↑ | 3,0% ↑ | 2,3% ↑ | 2,2% ↑ |
| France | 6,8% ↑ | 6,1% | 3,6% ↑ | 3,8% | 1,6% | 1,7% ↑ | 1,8% ↑ | 1,6% ↑ |
| Royaume-Uni | 6,9% ↑ | 6,9% ↑ | 4,2% ↓ | 5,1% ↓ | 2,3% ↑ | 2,3% ↑ | 3,0% ↑ | 3,3% ↑ |
| Suisse | 3,2% | 3,4% ↓ | 2,7% | 3,1% ↑ | 0,6% | 0,5% | 0,8% | 0,6% |
| Japon | 2,3% ↓ | 2,3% | 2,1% ↑ | 3,0% | -0,3% | -0,2% | 0,4% | 0,5% |
| Chine | 7,9% ↓ | 8,2% ↓ | 5,1% ↓ | 5,5% ↓ | 0,8% ↓ | 1,2% | 2,0% ↓ | 2,1% ↓ |

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source: Consensus Economics Inc., Londres, 11 octobre 2021

Graphique du mois



Le choc des prix de l'énergie a eu un impact variable dans la zone euro. En octobre, l'inflation globale a atteint 1,4% à Malte, contre 8,2% en Lituanie, quand la moitié des Etats enregistraient des taux entre 3% et 5%. L'inflation sous-jacente, excluant l'énergie et l'alimentaire, augmente aussi, mais ne passe les 2% que dans certains pays parmi ceux ayant publié des données en octobre. Elle est de 2,8% en Allemagne, où l'effet des attaques médiatiques sur les gardiens de la monnaie est un modèle du genre. Mais des hausses de taux sont peu utiles face à une énergie plus chère, et l'inflation sous-jacente allemande retombera en janvier, avec la fin de certains effets de base.

Etats-Unis

Le retour de la stagflation ?

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 5,5% | 2021 : 5,7% |
| 2022 : 3,4% | 2022 : 4,1% |

Selon la première estimation du PIB pour le 3^e trimestre, l'économie américaine grignote seulement 2,0% (chiffre annualisé), soit un net ralentissement en glissement trimestriel, inférieur à nos attentes et à celles du consensus. Avec des taux d'inflation étonnamment élevés, les investisseurs craignent la stagflation, une situation difficile à contrer avec l'outil monétaire. La dernière fois que nous l'avons connue, c'était après le choc pétrolier de 1973. Ce risque est faible selon nous. Primo, contrairement aux années 1970, les Etats-Unis ne vivent pas de choc de prix de l'énergie, leur dépendance à l'importation a fortement chuté et le pays est exportateur net de gaz naturel. Le rapport entre les prix des exportations et celui des importations (« termes de l'échange ») s'est nettement amélioré en deux ans. Secundo, la forte inflation n'a pas érodé le pouvoir d'achat moyen. Les revenus réels sont supérieurs au niveau pré-crise, et les ménages ont accumulé une épargne considérable en 18 mois. La faiblesse au 3^e trimestre n'est pas due à la consommation privée, en forme, mais bien plus à la hausse des importations et à la faiblesse de l'investissement, immobilier notamment. Cette hausse des importations traduit bien la demande intérieure, et nous attendons dès le 4^e trimestre un retour à une croissance modérée.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 4,4% | 2021 : 4,4% |
| 2022 : 3,1% | 2022 : 3,4% |

Tandis que les craintes de stagflation sont exagérées, celles de l'inflation sont tout à fait justifiées. La dynamique des prix a progressé en octobre, notamment dans le logement, poids lourd de l'indice. Les coûts salariaux des entreprises ont également nettement augmenté au 3^e trimestre. Le marché de l'emploi attend toujours que sa participation décolle ces prochains mois pour soulager un peu la pression salariale.

Zone euro

Une inflation record

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 5,2% | 2021 : 5,1% |
| 2022 : 3,7% | 2022 : 4,4% |

Nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB pour 2021 et 2022. Les chiffres disponibles pour le 3^e trimestre brossent un portrait global étonnamment positif du moral de l'économie de la zone euro. La France et l'Italie ont notamment signé une forte croissance, alors que l'Allemagne reste empêtrée dans les difficultés d'approvisionnement mondiales dans l'industrie. Toutefois, le PIB allemand des deux premiers trimestres a été révisé, aboutissant à un relèvement de la prévision pour l'ensemble de l'année. Les données disponibles pour le dernier trimestre 2021 pointent une dynamique conjoncturelle fléchissant légèrement, due aux difficultés citées plus haut. Néanmoins, les PMI de l'industrie et des services sont bien ancrés en territoire positif. L'Italie se distingue ici, car son PMI a même légèrement progressé en octobre. Dans la péninsule italienne surtout, mais aussi ailleurs, les politiques monétaire et fiscale ont un effet procyclique. Les mesures publiques de soutien à l'économie et au système financier ont donc eu l'effet escompté, visible notamment dans les chiffres du marché du travail. Le taux de chômage dans la zone euro est actuellement inférieur de plus de 1% à sa valeur de septembre 2020.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 2,4% | 2021 : 2,3% |
| 2022 : 2,0% | 2022 : 2,0% |

La réaction concordante des politiques monétaire et fiscale face à la récession de 2020 est l'une des raisons de la forte hausse du taux d'inflation. Mais le bond de 4,1% s'explique toujours pour moitié par les prix de l'énergie. La transition énergétique a un prix. En 2022, le taux d'inflation va nettement baisser, en moyenne annuelle, il devrait être d'au moins 2%.

Allemagne

Hiver covid, saison 2

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 2,9% | 2021 : 2,8% |
| 2022 : 3,6% | 2022 : 4,4% |

Dernièrement, le nombre de cas de covid a accéléré plus qu'attendu en Allemagne, retrouvant le niveau de début novembre 2020. Les hospitalisations et les décès augmentent également, mais restent légèrement inférieurs aux chiffres d'il y a un an. Le taux de vaccination en Allemagne est aujourd'hui de 66%. Jusqu'à présent, le SPD a exclu toute nouvelle mesure de restriction et annoncé vouloir sortir de l'état d'urgence le 25 novembre. En lieu et place, une troisième dose est désormais recommandée pour les groupes plus âgés et à risque, mais elle est également proposée à d'autres groupes de population. Jusque-là, les consommateurs se montrent plutôt sereins, comme le révèlent leur moral et la stabilité de la mobilité. Volatiles, les ventes au détail ont toutefois à nouveau reculé en septembre. Le PMI du secteur des services a également reculé davantage que prévu en octobre. Malgré les difficultés d'approvisionnement, le PMI industriel a réussi à se maintenir à un niveau élevé. Ces difficultés devraient toutefois peser sur la conjoncture au 4^e trimestre, après avoir été en cause dans la décevante croissance de 1,8% au 3^e trimestre. Suite à un relèvement de prévisions pour le 1^{er} semestre, notre estimation de croissance pour 2021 a donc légèrement progressé.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 3,1% | 2021 : 3,0% |
| 2022 : 2,3% | 2022 : 2,2% |

L'inflation des prix à la consommation a encore livré une bonne surprise, atteignant 4,5%. La dernière fois que de tels taux ont été observés, la Bundesbank était à la barre. Mais plus de la moitié de la hausse est due aux prix de l'énergie. Nous relevons notre prévision d'inflation pour 2021 et 2022, mais attendons une normalisation de la dynamique des prix courant 2022. Nous estimons donc que la hausse actuelle restera un phénomène temporaire.

France

Retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 6,8% | 2021 : 6,1% |
| 2022 : 3,5% | 2022 : 3,8% |

Avec une croissance du PIB de 3,0% au 3^e trimestre par rapport au second, l'économie française a laissé derrière elle les autres poids lourds de l'UEM que sont l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, devenant le premier pays du groupe à retrouver son niveau de PIB pré-crise. Par rapport à son voisin allemand, l'Hexagone profite du moindre poids sectoriel de l'industrie. Le secondaire en France a également été aux prises aux difficultés d'approvisionnement, et même à une baisse des commandes. En revanche, le tertiaire est dynamique, et les secteurs lourdement affectés par la pandémie ont dépassé toutes les attentes. La création de valeur dans l'hôtellerie-restauration a gagné 43% au 3^e trimestre et affiche un écart de «seulement» 9% avec son niveau pré-crise. Le transport reprend également des couleurs, et a ramené cet écart à 4%. La relance budgétaire massive continue de porter la croissance. Dès le mois d'août 2021, le déficit de l'administration centrale a atteint le record de 2020 à 178 mia. d'euros. Comme dans de nombreux autres pays industrialisés, il y aura un tour de vis en 2022. L'administration centrale prévoit une baisse des dépenses de 3,5%, ce qui devrait sensiblement freiner la croissance vu la quote-part importante de l'Etat.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 1,6% | 2021 : 1,7% |
| 2022 : 1,8% | 2022 : 1,6% |

Le bond des prix du gaz, source d'inflation et poids sur la consommation des ménages dans de nombreux pays d'Europe, est un problème marginal en France. Le gaz ne pèse que 1,1% dans le panier de biens utilisé pour calculer l'inflation. A fortiori, les centrales à gaz ne représentent que 6% de la production d'électricité, et la France, exportatrice nette, n'a pas à en importer à des tarifs croissants. En 2021 et 2022, l'inflation devrait donc rester sous les 2% en moyenne annuelle.

Royaume-Uni

Gérer l'économie de pénurie

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 6,9% | 2021 : 6,9% |
| 2022 : 4,2% | 2022 : 5,1% |

L'économie britannique semble faire face à une «économie de pénurie», en témoignent les rayons vides, les difficultés d'approvisionnement et de tristes unes sur les relations avec Bruxelles. Les chiffres mensuels du PIB disponibles jusque-là ne sont pas formidables, mais suffisamment solides pour nous faire relever notre prévision prudente pour 2021. Les ventes au détail restent le talon d'Achille, elles baissent de mois en mois depuis le pic atteint en avril 2021. La consommation des ménages s'est reportée sur les services, et en août, l'hôtellerie a étonnamment dépassé à nouveau le niveau pré-crise. L'activité signe un quasi-retour à la normale dans les loisirs et le divertissement. Même si le moral des ménages baisse, conséquence de la hausse des prix de l'énergie, les prestataires de services signent une tendance contraire à l'Europe continentale et ont vu l'activité s'accélérer en octobre. La reprise devrait toutefois s'essouffler en 2022 et notre prévision de PIB est plus prudente que celle du consensus. Les difficultés de l'offre sur le marché de l'emploi pourraient empêcher le Royaume-Uni de réaliser son plein potentiel de croissance, alors que côté demande, les futures hausses de taux de la Banque d'Angleterre devraient laisser des traces.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 2,3% | 2021 : 2,3% |
| 2022 : 3,0% | 2022 : 3,3% |

L'inflation a légèrement reculé en septembre (de 3,2% à 3,1%), mais devrait repartir à la hausse en octobre vu le bond de 12% du prix plafonné de l'électricité et du gaz. Cette intervention réglementaire maintient artificiellement les prix de l'énergie à un faible niveau lors des mois d'hiver (les prix de gros ont augmenté bien plus fortement). Le dispositif devrait être à nouveau relevé lors de la prochaine adaptation en avril 2022. En intégrant la hausse des salaires, l'inflation devrait être de 3% en moyenne annuelle en 2022.

Suisse

Un marché du travail flexible

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 3,2% | 2021 : 3,4% |
| 2022 : 2,7% | 2022 : 3,1% |

Une série d'indicateurs conjoncturels pointe vers un nouveau ralentissement de la dynamique au 4^e trimestre 2021. Néanmoins, on ne s'attend pas encore à ce que la quatrième vague entraîne une nouvelle baisse du PIB au cours de ce trimestre ou en début d'année prochaine. Les mesures de restriction, telles qu'à nouveau nécessaires au début de l'année 2021, semblent désormais hors de propos, même au vu de la nouvelle augmentation du nombre de cas. La demande des consommateurs est très solide, également portée par une reprise rapide du marché de l'emploi. Nous estimons désormais que le taux de chômage de 2021 en moyenne annuelle sera de 3,0%, et qu'il sera en repli en 2022, à 2,5%. Vers la fin de l'année 2022, le taux de chômage devrait presque retrouver son niveau pré-crise de 2019. Le marché suisse du travail a une fois de plus prouvé sa grande flexibilité, mais il aura dû pendant cette période absorber notamment trois cohortes de jeunes en fin de formation et de diplômés des hautes écoles. Reste cependant la crainte que le taux de chômage au sens du BIT (Bureau International du Travail), qui prend en compte non seulement les chômeurs inscrits, mais aussi tous les demandeurs d'emploi, ne se rétablisse pas aussi vite.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 0,6% | 2021 : 0,5% |
| 2022 : 0,8% | 2022 : 0,6% |

Les prix à la consommation des énergies fossiles ont également augmenté en Suisse jusqu'à fin octobre. Mais le poids des produits pétroliers (2,4%) est moins important que dans les statistiques des prix à la consommation dans les pays de l'UE. De plus, l'ouverture durable du marché du commerce de détail et la vigueur du franc ont jugulé la hausse des prix. Même la rapide reprise sur le marché du travail ne devrait pas être porteuse de risques inflationnistes durables. Avec en moyenne 0,8%, la hausse des salaires attendue en 2022 reste modérée.

Japon

Elections, tradition et continuité

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 2,3% | 2021 : 2,3% |
| 2022 : 2,1% | 2022 : 3,0% |

Les élections à la chambre basse du 31 octobre ont donné un mandat étonnamment clair au nouveau Premier ministre nippon Fumio Kishida, où son parti libéral-démocrate (PLD) a pu défendre sa majorité. Ainsi, la continuité de la politique économique est assurée, toujours marquée par les « Abenomics » même après le départ de Shinzo Abe. La politique monétaire expansionniste devrait perdurer, avec des mesures fiscales ponctuelles. Fumio Kishida en a prévu une avant la fin de l'année : la discussion porte sur la nouvelle version du plan «Go To Travel» pour relancer le tourisme de l'archipel et *in fine* les transferts directs d'argent à la population. La consommation des ménages reste le problème majeur. Au 2^e trimestre 2021, elle était encore inférieure de 4,4% à son niveau de 2019, et les premiers indicateurs pour le 3^e trimestre ne laissent entrevoir qu'une faible hausse. L'avancée vaccinale et le faible nombre de cas améliorent toutefois le moral des ménages et pourraient nourrir une reprise de la consommation à court terme. Mais à moyen terme, une plus forte hausse des salaires sera la clé d'une croissance davantage portée par la consommation. C'est l'objectif déclaré de Fumio Kishida. Toutefois, comme pour Shinzo Abe en son temps, la probabilité d'y parvenir est mince, car malgré les réformes, appels et incitations, le traditionnel principe nippon «modération salariale contre sécurité de l'emploi» semble être solidement ancré.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2021 : -0,3% | 2021 : -0,2% |
| 2022 : 0,4% | 2022 : 0,5% |

Pour la première fois depuis août 2020, l'inflation des prix à la consommation a dépassé 0% en septembre 2021, portée par l'énergie et les denrées périssables. En excluant ces deux groupes de biens volatils, l'inflation sous-jacente reste de -0,5%. En 2021, l'inflation globale devrait légèrement augmenter, à 0,4% en moyenne.

Chine

La croissance déçoit

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 7,9% | 2021 : 8,2% |
| 2022 : 5,1% | 2022 : 5,5% |

La croissance économique annuelle réelle de la Chine a nettement ralenti entre le 2^e trimestre (7,9%) et le 3^e (4,9%). Les causes sont multiples: pénuries d'énergie, tolérance zéro face aux nouveaux foyers de covid et ralentissement sur le marché immobilier. Les chiffres de septembre indiquent un fléchissement dans l'industrie. Après des mois quelque peu décevants, les ventes au détail ont rebondi, mais restent bien en deçà de la tendance pré-crise. Globalement, la croissance a ralenti plus que nous l'attendions. Une part de cette faiblesse cyclique va également déborder sur les prochains trimestres. Ces deux raisons nous poussent à réviser à la baisse nos prévisions pour 2021 et 2022, respectivement de 8,3% à 7,9%, et de 5,4% à 5,1%. Toutefois, les remous sur le marché immobilier ne devraient pas causer de crise économique. Dernièrement, les PMI de l'industrie ont envoyé des signaux disparates. Alors que le PMI industriel officiel, à large assise, affiche 49,2 points, bien loin du seuil de croissance de 50, celui de Caixin est passé de 50,0 à 50,6. Selon les deux enquêtes, la pression sur les prix des intrants est élevée, et les difficultés d'approvisionnement persistent. Notons un pic de tension côté politique étrangère récemment, le président Joe Biden ayant déclaré que les Etats-Unis défendraient Taïwan en cas d'attaque militaire chinoise.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2021 : 0,8% | 2021 : 1,2% |
| 2022 : 2,0% | 2022 : 2,1% |

Parmi les grandes économies, la Chine fait exception en matière d'inflation des prix à la consommation, avec un nouveau repli, de 0,7% en septembre. Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions annuelles pour 2021 et 2022. L'inflation des prix à la production a certes atteint 10,7%, mais avec un faible effet sur les prix à la consommation. La banque centrale garde ainsi une latitude suffisante pour une politique monétaire plus expansionniste.

Recherche économique



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch



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

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

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



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 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.