

Juin 2022

## A retenir

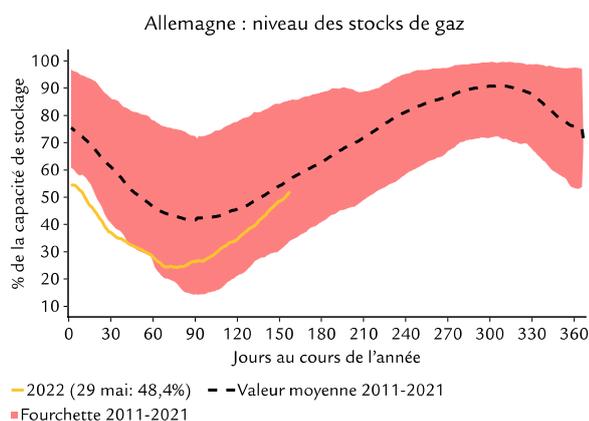
- Notre scénario de référence à moyen terme intègre le début d'une légère récession aux Etats-Unis en 2023
- Pékin desserrera probablement l'étau sanitaire à partir de 2023 : bonne nouvelle pour l'Europe et le Japon
- Pic d'inflation bien dépassé aux Etats-Unis, l'Europe suivra en décalage au 3<sup>e</sup> trimestre

## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2022		Croissance du PIB 2023		Inflation 2022		Inflation 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,7% ↓	2,8% ↓	1,5% ↓	2,1% ↓	7,4% ↑	7,2% ↑	3,2% ↑	3,3% ↑
Zone euro	2,6% ↓	2,7% ↓	2,0%	2,2% ↓	6,3% ↑	6,8% ↑	2,5% ↑	2,6% ↑
Allemagne	1,9% ↓	2,0% ↓	2,2%	2,4% ↓	6,4% ↑	6,6% ↑	2,9% ↑	3,0% ↑
France	2,9% ↓	2,9% ↓	1,5%	1,7% ↓	4,2% ↑	4,5% ↑	2,3% ↑	2,3% ↑
Royaume-Uni	3,9% ↓	3,8% ↓	0,9% ↓	1,0% ↓	7,3% ↑	7,8% ↑	4,0% ↑	4,3% ↑
Suisse	2,5%	2,6%	1,2% ↓	1,8%	2,1% ↑	2,1% ↑	1,1% ↑	1,0% ↑
Japon	1,6% ↓	2,0% ↓	1,6%	1,9% ↑	1,7%	1,7% ↑	0,7%	1,1% ↑
Chine	4,3% ↓	4,7% ↓	5,2%	5,1%	2,3%	2,2% ↑	2,0%	2,3% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 mai 2022

## Graphique du mois



Sources: GIE, Macrobond

Tous les scénarios d'inflation et de dynamique conjoncturelle dépendent dans une large mesure de la guerre en Ukraine et de la disponibilité du gaz. Les pays européens acheteurs visent l'indépendance vis-à-vis de Moscou pour cette énergie. Cela nécessitera de créer les conditions d'importation de gaz liquéfié. A court terme, il faudra s'assurer que les stocks de gaz soient suffisants pour l'automne-hiver à venir. Le niveau des stocks allemands traduit le succès des efforts passés. Au 29 mai, ils étaient remplis à 48,4%, soit une valeur légèrement inférieure à la moyenne à ce moment de l'année.

## Etats-Unis

### Atterrissage réussi ou récession ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,7%	2022 : 2,8%
2023 : 1,5%	2023 : 2,1%

Malgré une forte hausse des taux, surtout sur le marché hypothécaire, l'économie américaine n'est pas au bord de la récession dans l'immédiat selon nous. Le marché de l'emploi reste très tendu, les ventes au détail et la production industrielle sont robustes et le PMI reste en territoire de croissance. Mais, d'un point de vue historique, la Fed n'a pas pu éviter la récession dans environ 80% des cycles de relèvement. Son dernier succès remonte à 1994, alors en période d'inflation en repli structurel et de productivité en hausse, deux conditions qui font défaut aujourd'hui. Actuellement, la relative solidité des ménages, la marge de manœuvre sur le marché de l'emploi, ainsi que la normalisation de la participation à celui-ci et de la demande de main-d'œuvre pourraient aider. Citons encore une détente des difficultés d'approvisionnement et des prix de l'énergie plus rapide que prévu. Mais c'est précisément l'emploi et les ménages qui pourraient contraindre la Fed à relever ses taux plus vigoureusement que prévu pour obtenir les effets escomptés. Considérant ces éléments, nous estimons probable une légère récession sans crise du crédit au cours des deux prochaines années. Nous nous appuyons ici sur l'évolution observée en 2001.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,4%	2022 : 7,2%
2023 : 3,2%	2023 : 3,3%

L'inflation américaine a chuté à 8,3% en avril et devrait avoir passé son pic cyclique. L'inflation sous-jacente a également baissé, à 6,2%, et les prix de l'énergie signent un premier repli depuis avril 2021. Mais la hausse des prix des services de base, soit les composantes que la politique monétaire peut influencer, s'est poursuivie. En avril, elle était de 9,0%.

## Zone euro

### Hausse de la pression salariale

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,6%	2022 : 2,7%
2023 : 2,0%	2023 : 2,2%

L'Europe fait face à plusieurs difficultés. En séquelle tardive de la pandémie et conséquence de la rigueur sanitaire du gouvernement chinois, les entreprises industrielles demeurent aux prises avec des difficultés d'approvisionnement. En parallèle, la demande chinoise reste timide. La problématique gagne en acuité avec la guerre en Ukraine. Les entrepreneurs en particulier le ressentent par la nouvelle hausse des prix de l'énergie. Les pays de l'UEM deviendront indépendants du gaz russe à des rythmes différents (voir Graphique du mois en page 1). La hausse de l'inflation va contraindre la BCE à procéder à un premier relèvement de taux au cours de l'été. Débiteurs privés comme publics au sein de la zone euro seront concernés différemment par la hausse du coût du financement, comme en cas d'un potentiel embargo énergétique. Dix ans après sa promesse de sauver l'euro, Mario Draghi, l'ancien président de la BCE et désormais président du conseil italien, est aujourd'hui à la tête du pays le plus directement exposé à une hausse des taux. Sur une note positive, l'Europe devrait profiter de douze mois de stabilisation des conditions-cadres économiques en Chine. Après une embellie au 1<sup>er</sup> semestre 2023, le spectre de la récession devrait progressivement gagner l'Europe.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,3%	2022 : 6,8%
2023 : 2,5%	2023 : 2,6%

Partout dans l'UEM, Pays-Bas exceptés, les estimations avancées pour mai indiquent une nouvelle hausse du renchérissement annuel. Même en excluant la très forte hausse du prix de l'énergie, la pression inflationniste croît encore. Il est de plus en plus évident que la BCE va devoir normaliser sa politique monétaire plus rapidement que prévu.

## Allemagne

### L'industrie fléchit encore

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,9%	2022 : 2,0%
2023 : 2,2%	2023 : 2,4%

L'industrie allemande a chuté de 3,9% en mars, décevant les attentes situées à -1%. Le secteur manufacturier en est le principal responsable, notamment l'automobile, en repli de 14%. Le secteur secondaire allemand est donc à nouveau inférieur d'environ 10% à son niveau pré-pandémie, et la lanterne rouge des grandes économies développées. Guerre en Ukraine, difficultés d'approvisionnement persistantes et prix de l'énergie en sont à l'origine. Mais les derniers sondages sont plus positifs : l'indice ifo du climat des affaires a surpris à la hausse, porté notamment par une situation meilleure que prévu. Les attentes progressent légèrement, mais restent timides. Les constructeurs automobiles enregistrent une des plus belles améliorations, après avoir vu leurs attentes lourdement et rapidement déçues en mars. Tel un balancier, celles-ci vont désormais dans la direction opposée. Le PMI industriel allemand a également livré une bonne surprise, avec une légère hausse, à 54,7. Un indice de production et d'emploi en amélioration l'a porté. Toutefois, les commandes faiblissent encore et pour le deuxième mois consécutif, la barre des 50 points n'est pas atteinte. Globalement, la situation à court terme va rester difficile. Mais à moyen terme, l'Allemagne devrait profiter de l'assouplissement sanitaire en Chine.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,4%	2022 : 6,6%
2023 : 2,9%	2023 : 3,0%

A 7,4% en avril, les chiffres provisoires pour mai en Allemagne indiquent une hausse de l'inflation globale à 7,9%, supérieure à notre prévision et à celle du consensus. A nouveau, l'explication devrait résider dans les prix alimentaires et de l'énergie. D'après le PMI, la pression sur les prix des intrants et à la production, très élevée, continue de refluer. D'après l'enquête ifo, la part des entreprises voulant augmenter leur prix au prochain trimestre recule légèrement pour la première fois depuis des mois.

## France

### Solide conjoncture intérieure

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,9%	2022 : 2,9%
2023 : 1,5%	2023 : 1,7%

L'économie française n'échappe pas au vent de face géopolitique. L'estimation révisée du PIB sur les trois premiers mois de l'année conclut à un repli face au trimestre précédent. Malgré cela, l'économie intérieure française est plus résistante que celle de son voisin d'outre-Rhin par exemple. Ainsi, le PMI du secteur tertiaire n'a connu qu'une correction à la marge par rapport à son pic cyclique du mois précédent. L'industrie a également tiré profit de la forte demande domestique. D'après le PMI, les sociétés industrielles enregistrent certes un repli des commandes de l'étranger, mais celles nationales augmentent toujours. La confiance des entreprises se traduit également dans le baromètre du marché du travail Manpower, où les perspectives d'emploi se sont encore améliorées pour le 3<sup>e</sup> trimestre 2022. De plus, la France devrait cette année profiter plus que la moyenne de la reprise du tourisme frontalier. Comme ailleurs en Europe, la perte de pouvoir d'achat tempère les ardeurs de consommation des ménages français. Même si le gouvernement a temporairement plafonné le prix des carburants, l'inflation dépasse de loin la croissance nominale de salaires. L'imminence de la normalisation de la politique monétaire devrait en outre modérer à moyen terme la volonté d'investir.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,2%	2022 : 4,5%
2023 : 2,3%	2023 : 2,3%

Même si l'inflation est inférieure à celle de l'Allemagne ou de l'Italie, la perte de pouvoir d'achat était déjà un thème lors de la campagne présidentielle. Depuis, le taux d'inflation a encore augmenté. Selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'inflation annuelle a atteint 5,8% en mai. Une valeur aussi élevée est inédite depuis 25 ans que cet indicateur existe.

## Royaume-Uni

### Pessimisme de la banque centrale

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,9%	2022 : 3,8%
2023 : 0,9%	2023 : 1,0%

En mai, la Banque d'Angleterre a surpris les marchés en abaissant fortement ses prévisions de croissance, annonçant même une croissance négative au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Une période où elle voit le pic d'inflation à 10%. Sur l'horizon de prévision jusqu'à 2025, le taux de chômage devrait en outre augmenter pour atteindre 5,5%. En d'autres termes, la Banque d'Angleterre ne pense pas que l'atterrissage de son cycle de taux sera maîtrisé. Au moyen de mesures de soutien, la politique budgétaire tâche actuellement d'amortir les conséquences économiques, notamment pour les ménages les plus fragiles. Nos prévisions restent un peu plus constructives, mais tablent également sur un essoufflement de la croissance au cours des prochains trimestres. Une faiblesse qui devrait être notamment marquée ce trimestre, à 0,1%, après une mauvaise surprise au 1<sup>er</sup> trimestre, à 0,8%. Malgré de bons chiffres de l'emploi, le moral des ménages en mai est tombé à son plus bas historique. La hausse du coût de la vie pourrait bien en être le principal responsable. Le PMI des services a également essuyé un lourd revers en avril, mais reste en territoire de croissance. Dans l'industrie, le PMI a poursuivi sa tendance à la baisse, mais reste à un niveau confortable. La pression sur les délais de livraison reflue encore.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,3%	2022 : 7,8%
2023 : 4,0%	2023 : 4,3%

Contrairement à la Banque d'Angleterre, nous estimons que l'inflation globale a atteint son pic en avril (9,0%) et qu'elle finira l'année à environ 7%. Sur le front de l'inflation sous-jacente, nous prévoyons également une détente progressive au fil des mois. Le relèvement du plafond des prix en octobre par l'Ofgem, le régulateur britannique de l'énergie, constitue un risque de hausse pour nos prévisions au 2<sup>e</sup> semestre.

## Suisse

### Des signaux mixtes

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,6%
2023 : 1,2%	2023 : 1,8%

La première estimation officielle du PIB suisse lors du 1<sup>er</sup> trimestre prévoyait une croissance de 0,5% par rapport au trimestre précédent. Une fois de plus, l'économie suisse affiche une résistance aux risques géopolitiques supérieure à celle de ses grands voisins. Les signaux actuels quant à la dynamique conjoncturelle évoluent en ordre toujours plus dispersé. Les indicateurs à haute fréquence comme l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO ou les données du trafic aérien de l'aéroport de Zurich traduisent un net essor depuis mi-avril. Le secteur des services en général et celui du tourisme en particulier portent un regard confiant sur la saison estivale. La demande intérieure est en outre portée par un marché du travail extrêmement robuste. En revanche, le baromètre conjoncturel du KOF semble anticiper un ralentissement de la dynamique de croissance. En net repli en mai, il est désormais sous la moyenne à long terme. Cet indicateur tient également compte de variables du marché financier, notamment les taux hypothécaires, en hausse considérable depuis janvier. L'activité de construction a déjà ralenti au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, une tendance qui devrait se maintenir au fil des prochains trimestres.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,1%	2022 : 2,1%
2023 : 1,1%	2023 : 1,0%

La part notoirement élevée de prix définis par l'administration (26%) dans le panier de mesure des prix à la consommation signifie que la répercussion de la hausse des prix d'achat sera décalée. Le renchérissement restera donc perceptible en 2023. Ainsi, ce n'est que l'an prochain que les ménages suisses commenceront à ressentir la hausse des prix de l'électricité, de jusqu'à 20%. Nous en tenons compte en relevant la prévision d'inflation sur toute la période jusqu'à la mi-2023.

## Japon

### Suite de la reprise attendue

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,6%	2022 : 2,0%
2023 : 1,6%	2023 : 1,9%

Le PIB réel du Japon a cédé 0,2% au 1<sup>er</sup> trimestre, notamment en raison d'une forte hausse des importations, signe d'une demande intérieure forte. Un constat reflété dans la relative stabilité des dépenses des ménages et des investissements des entreprises. Au 2<sup>e</sup> trimestre, nous attendons à nouveau une croissance positive. La reprise économique devrait se poursuivre, mais avec moins de vigueur. En léger repli, le PMI industriel a peu évolué en mai et se situe à 53,2, toujours en territoire positif. Le PMI du tertiaire a lui allègrement franchi le seuil des 50 points. Mais la situation s'est à nouveau corsée sur le front des délais de livraison, toujours à la lecture du PMI. La politique zéro covid en Chine pourrait bien en être la raison. Elle explique aussi une part de la chute des exportations réelles de l'archipel en avril (-5,5%). La baisse de la demande chinoise a eu un effet direct, et en l'absence de biens intermédiaires chinois, les exportations vers les autres pays ont baissé par corollaire. Dans notre scénario de référence, la Chine renoncera à sa politique sanitaire stricte courant 2023, une bonne chose pour le Japon, qui devrait, au plus tard après les élections à la chambre haute en juillet 2022, assouplir les mesures portant sur le tourisme. Une telle décision devrait surtout profiter au secteur des services.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,7%	2022 : 1,7%
2023 : 0,7%	2023 : 1,1%

Avec 2,5% en avril, l'inflation globale a dépassé l'objectif de la banque centrale (2%) pour la première fois depuis 2014. L'inflation sous-jacente (2,1%) a augmenté de 0,8% par rapport au mois précédent. Nous estimons que l'inflation globale restera à un niveau similaire en mai, mais retombera sous 2% au plus tard en juillet. Il n'y a donc aucune urgence à agir pour la banque centrale nipponne.

## Chine

### 2022, année zéro covid

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,3%	2022 : 4,7%
2023 : 5,2%	2023 : 5,1%

Les données conjoncturelles chinoises d'avril traduisent les effets de la dernière vague Omicron et de la politique zéro covid stricte sur la seconde économie mondiale. La production industrielle perd 2,9% par rapport à 2021, et la croissance des ventes au détail est de -11,1%, nettement inférieure aux estimations du consensus. En parallèle, la situation du marché du travail s'est vivement dégradée, avec un taux de chômage dans les villes passant de 5,8% en mars à 6,1%. Le confinement de Shanghai ayant été prolongé jusqu'en mai, nous tablons sur un nouveau mois faible, qui confirme notre estimation d'une contraction du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre. Point positif, le nombre de cas de covid a nettement reflué depuis son pic mi-avril. Shanghai a également annoncé un calendrier de réouverture progressive de son économie. De plus, les cas de Covid sont également limités dans d'autres provinces, car les autorités ont pris des mesures de précaution pour éviter le chaos qu'a connu la mégapole financière chinoise. Le risque de propagation du virus dans tout le pays baisse ainsi. Mais les mesures drastiques pour maintenir la stratégie zéro covid pèseront sur l'économie chinoise au moins jusqu'au congrès du parti à l'automne 2022, et représentent un risque de baisse pour notre prévision actuelle.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,2%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

En avril, l'inflation chinoise est passée de 1,5% à 2,1%, en raison de la hausse des prix alimentaires et de l'énergie. De plus, les ruptures logistiques à la suite de la vague Omicron ont tiré les prix du secteur vers le haut. Mais parallèlement, la rigueur sanitaire pèse sur l'inflation sous-jacente, qui est de seulement 0,9%, car l'incertitude quant aux perspectives de revenus pèse sur le moral et affaiblit la consommation.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife-am.com  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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, 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.