

Juin 2023

## A retenir

- Etats-Unis : conditions durcies et demande plus faible en crédits d'entreprise comme signal d'alarme.
- Zone euro: premiers signes de faiblesse sur le marché du travail ; le fossé entre l'industrie et services croît.
- Chine : la reprise de l'économie chinoise semble déjà s'essouffler.

## Prévisions comparées

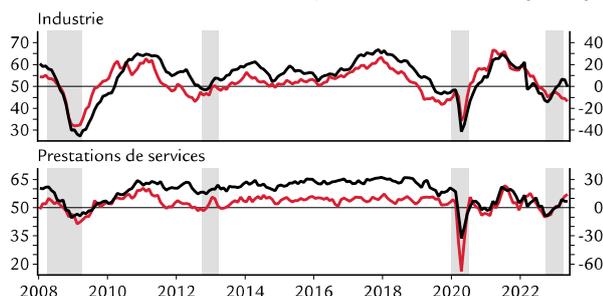
	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	0,9%	1,1%	0,6%	0,6% ↓	4,2%	4,2% ↓	2,5%	2,6%
Zone euro	0,7%	0,7%	0,8% ↓	0,9% ↓	5,5% ↓	5,5%	2,4% ↓	2,4%
Allemagne	-0,2%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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 mai 2023

## Graphique du mois

### Enquêtes de conjoncture en Allemagne

Récessions techniques (deux trimestres de croissance négative) en gris



— Indice ifo du climat des affaires (%), éch. de d.  
— Indice des directeurs d'achat, éch. de g.

Sources : HCOB, Institut ifo, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Tandis que le moral des entreprises du tertiaire reste bon, il se dégrade dans le secondaire d'après le PMI et l'enquête ifo. Seules 4 des 22 branches industrielles affichent des attentes positives pour les six prochains mois. Les plus optimistes sont les fabricants de produits pharmaceutiques. A l'inverse, le plus grand pessimisme règne chez les fabricants de produits en bois hors meubles. Selon nous, le fossé entre secondaire et tertiaire va se combler ces prochains mois, majoritairement au détriment des prestataires de services.

## Etats-Unis

### Des crédits moins demandés

#### Croissance du PIB

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

La croissance du PIB américain au 1<sup>er</sup> trimestre a été étonnamment faible, en raison d'une plus forte réduction des stocks. Ces effets se compensant en général d'un trimestre à l'autre, nous avons laissé inchangées les prévisions de croissance pour l'année. Le schéma de l'an dernier s'est répété au 1<sup>er</sup> trimestre : forte consommation des ménages et investissements en repli. Solides ventes au détail et chiffres industriels en avril, et de premiers signes d'un revirement positif sur le marché immobilier américain suggèrent un début de 2<sup>e</sup> trimestre réussi. Mais la dernière enquête trimestrielle de la Fed auprès des banques commerciales suscite l'inquiétude. La grande majorité d'entre elles font état de conditions de prêt durcies et d'une demande de crédits d'entreprise en baisse par rapport au trimestre précédent. Le résultat de l'enquête évolue toujours à des niveaux associés par le passé à des récessions. En outre, le psychodrame autour du relèvement du plafond de la dette n'était pas résolu à la clôture de la rédaction. Même si nous tablons sur une solution de dernière minute, l'incertitude exacerbée devrait peser sur les indicateurs de confiance. De plus, cet accord devrait intégrer des concessions budgétaires. Nous prévoyons donc un soutien fiscal réduit, pile dans une phase où le ralentissement économique menace en raison de la politique monétaire durcie.

#### Inflation

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

Une fois de plus, les chiffres de l'inflation d'avril correspondent à nos prévisions. L'inflation globale et la composante sous-jacente ont perdu chacune 0,1%, à respectivement 4,9% et 5,5%. Signe encourageant : l'inflation dans le secteur des services a diminué un peu plus vite que nous l'estimions. Mais l'inflation des prix du logement s'est révélée persistante. Dans le contexte du ralentissement attendu de l'économie, celle-ci devrait baisser, livrant de bons arguments à la Fed pour marquer une pause dans le cycle des taux.

## Zone euro

### L'emploi en difficulté ?

#### Croissance du PIB

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

Le marché du travail dans la zone euro demeure robuste, le taux de chômage reculant encore en mars, à un niveau historiquement bas de 6,5%. Mais des signes de faiblesses apparaissent. Tandis que l'emploi continue d'augmenter globalement dans la zone euro, l'emploi intérimaire, potentiel indicateur avancé du marché du travail, vit un revirement de tendance depuis quelques mois, notamment en Allemagne et en France. Certes, le PMI industriel affiche toujours une hausse des embauches, qui a même accéléré récemment en Espagne et en Grèce, mais *in globo*, une nette tendance à la baisse se dessine en zone euro à partir du milieu de l'année. En mai, et d'après le PMI, l'emploi industriel autrichien a même baissé pour la première fois depuis 2020. De plus, d'après l'INSEE et l'ifo, respectivement en France et en Allemagne, le climat d'embauche s'est nettement dégradé en mai. Dans les secteurs du commerce et de l'immobilier, on s'attend à un recul de l'emploi en Allemagne au cours des trois prochains mois. Les annonces d'emploi Indeed à haute fréquence sont également en repli en France et chez son voisin d'outre-Rhin. Selon nous, le ralentissement conjoncturel va laisser de plus en plus de traces sur le marché du travail. A moyen terme, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, en raison des tendances démographiques, va plutôt s'accroître et maintenir élevée la pression salariale.

#### Inflation

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

La première estimation d'inflation en mai en zone euro ne sera publiée qu'après la clôture de la rédaction, mais au vu des faibles chiffres attendus en Allemagne, en Espagne et en France, nous abaissons notre prévision annuelle pour 2023. Selon le PMI, les prix à la production dans l'industrie reculent légèrement pour la première fois depuis 2020. Mais ce qui devrait inquiéter la BCE, c'est le nouvel accès d'inflation des prix des entreprises du tertiaire, sous pression constante de la hausse des coûts salariaux.

## Allemagne

### La récession hivernale est là

#### Croissance du PIB

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

Après révision de l'estimation de croissance au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 à -0,3%, l'Allemagne se trouve désormais en récession (technique). La consommation des ménages s'est notamment affaiblie, de 1,2% comparée au trimestre précédent, plombée par la baisse du revenu réel disponible. Des chiffres d'activité plus faibles que prévu en mars ont confirmé la chute : les ventes au détail ont baissé de 2,4% par rapport au mois précédent, et de 2% cumulés au 1<sup>er</sup> trimestre. La production industrielle s'est effondrée de 3,4% en mars, mais progresse tout de même de 2,3% sur le trimestre. A la lecture des indicateurs de confiance des entreprises, le tableau est contrasté (voir également graphique du mois). L'élan étonnamment positif du tertiaire n'est pas appelé à durer selon nous. Dans le secondaire, demande et prévisions se sont dégradées plus que prévu, alors que le commerce et la construction sont désormais en quadrant de récession (situation conjoncturelle actuelle négative et prévisions négatives) selon l'ifo. Bien qu'une légère réaccélération de la croissance nous semble toujours possible, notamment car la consommation privée pourrait rebondir sur fond d'inflation en baisse et de hausses des salaires, nous révisons à nouveau à la baisse la trajectoire de croissance pour le 2<sup>e</sup> semestre 2023 et début 2024.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,2%
2024 : 2,3%	2024 : 2,7%

L'inflation a surpris à la baisse en mai à 6,1% en croissance annuelle et à -0,1% en croissance mensuelle. Nous avons donc abaissé notre prévision annuelle, même si l'inflation sous-jacente persiste, portée par les prix des services. En avril, les prix à la production ont signé une première hausse mensuelle depuis octobre 2022. La variation annuelle reste clairement orientée à la baisse et la pression sur les prix du côté des biens de consommation devrait continuer de refluer au fil du temps.

## France

### L'emploi est marqué

#### Croissance du PIB

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

Le marché du travail français a récemment fait la une pour de bonnes raisons : le taux de chômage est passé sous les 7%, son niveau le plus bas depuis 2009. En parallèle, le taux d'activité a atteint un record au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, à 68,6%. Mais à l'heure actuelle, une dégradation cyclique semble se profiler. Tant les enquêtes classiques de l'INSEE auprès des entreprises que le nombre d'annonces d'emploi publiées par la société Indeed indiquent au 2<sup>e</sup> trimestre une retenue croissante chez les employeurs. Le durcissement de politique monétaire de la BCE fait son effet et touche à présent l'économie réelle : près des deux tiers des PME rapportent que les coûts de financement ont augmenté. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, le taux moyen des nouveaux prêts, selon les chiffres de la Banque de France, était de 3,7%, au plus haut depuis le printemps 2009, et en hausse de 150 points de base depuis mars 2022. Même si la France devrait échapper à la récession technique, la dynamique conjoncturelle ralentit sensiblement. En mai, d'après une variété d'enquêtes, le moral des entreprises s'est dégradé, tous secteurs confondus. Pour l'heure, les stimuli positifs proviennent encore du commerce extérieur, y compris du tourisme.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 5,4%
2024 : 2,1%	2024 : 2,4%

Les indicateurs avancés pour mai pointent vers un net repli de l'inflation, de 5,9% à 5,1%. Nous abaissons légèrement notre prévision pour l'ensemble de l'année 2023, et ce faisant, nous nous démarquons nettement de celle du consensus. La forte dynamique de repli des prix à la production augure d'une nouvelle baisse de la pression sur les prix des biens manufacturés pour les consommateurs. Les prix de l'énergie alimentent également cette évolution déflationniste.

## Italie

### Toujours prête à surprendre

Hormis l'Irlande à l'essor du moins théorique, l'Italie reste le pays de la zone euro ayant signé la croissance la plus étonnante depuis la pandémie. Malgré un faible potentiel pour des raisons démographiques, le PIB italien au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 est supérieur de 2,5% à la période pré-covid. L'Italie surpasse ainsi la France (PIB supérieur de 1,2% à la période pré-covid), l'Allemagne et l'Espagne. Chez les deux derniers nommés, le PIB stagne même au niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. Et tandis que les autres pays voient une stagnation voire baisse de la consommation des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, celle de l'Italie progresse. Le boom de l'investissement alimenté par les incitations étatiques et les fonds européens semble ainsi avoir eu un effet multiplicateur. Toutefois, nous gardons nos doutes sur la persistance de ce fort dynamisme, car les stimuli vont cesser, et laissons inchangée notre prévision de croissance du PIB en 2024, à 0,6%, inférieure à celle du consensus. Après les solides chiffres du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre, nous révisons à 1,1% notre prévision de croissance pour 2023.

## Espagne

### La normalisation se poursuit

En progression de 0,5% au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent, l'économie espagnole a crû bien plus rapidement que prévu. Mais la déception se cache dans les détails. La consommation des ménages recule pour le 2<sup>e</sup> trimestre de rang ; tandis que le PIB est quasiment revenu à son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019, la consommation reste nettement inférieure au niveau pré-covid. L'essentiel de la croissance au 1<sup>er</sup> trimestre provient d'une forte hausse des revenus du tourisme. Après un faible 4<sup>e</sup> trimestre 2022, les dépenses d'investissement ont aussi nettement rebondi, portées par les entreprises et la construction. Considérant les chiffres du PIB du 1<sup>er</sup> trimestre, nous relevons notre prévision de croissance pour 2023 à 1,8%. En Espagne également, l'inflation a de nouveau reculé plus que prévu en mai, grâce à la baisse des prix de l'énergie et une hausse moins marquée de ceux de l'alimentation, comme le montrent les indicateurs avancés. L'inflation sous-jacente notamment a surpris à la baisse (6,4%).

## Suisse

### La conjoncture à pas de fourmi

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 1,5%	2024 : 1,4%

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, les chiffres du PIB ont livré de bonnes surprises. Porté par la consommation des ménages et la solide activité d'investissement des entreprises, le PIB réel progresse de 0,3% par rapport au trimestre précédent. Les données actuelles de l'évolution conjoncturelle pour le trimestre en cours sont moins encourageantes. Citons le net repli des valeurs des enquêtes auprès des directeurs d'achat du secondaire et du tertiaire. La baisse des commandes dans l'industrie indique que le secteur ne peut pas se découpler totalement des tendances mondiales. A la peine depuis le début du 2<sup>e</sup> trimestre également, l'indice AEH du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO traduit dernièrement une tendance à la baisse. Certes, la demande des ménages reste solide grâce à la situation sur le marché du travail, mais nous prévoyons toujours une activité d'investissement et de construction en retrait ces prochains mois. Les stimuli pour la croissance venus de Chine sont en outre plus faibles qu'espéré en début d'année.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,5%
2024 : 1,6%	2024 : 1,5%

La pression inflationniste continue de refluer en Suisse : le renchérissement annuel des prix à la production et à l'importation en avril était de seulement 1,0%. La récente appréciation du franc face à l'euro et au dollar a probablement renforcé cette trajectoire ces dernières semaines. Les grossistes ont laissé entrevoir que la hausse des prix dans le commerce de détail devrait prendre fin durant les mois d'été. Nous estimons que le taux d'inflation pour les consommateurs, c'est-à-dire mesuré par le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation, repassera sous la barre des 2% en juin 2023.

## Royaume-Uni

### Meilleure résilience que prévu

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,0%	2023 : -0,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,8%

Malgré un timide mois de mars, le PIB britannique a progressé de 0,1% au 1<sup>er</sup> trimestre par rapport au trimestre précédent ; l'économie outre-Manche a donc été plus solide que nous le pensions. Mauvaise surprise pour la croissance du PIB en mars (-0,3% par rapport au mois précédent) : elle s'explique notamment par la piètre performance du tertiaire, alors que la production industrielle a été robuste. L'*Office for National Statistics* cite le mois de mars inhabituellement pluvieux comme cause possible de cette faiblesse du tertiaire. L'évolution des PMI affiche un fort contraste avec celle du PIB : au Royaume-Uni, il y a un grand écart entre les prévisions pour l'industrie et celles des services. Alors que les deux indices ont légèrement reculé en mai, celui de l'industrie s'inscrit à 46,9 points, sous le seuil de croissance de 50. L'état des nouvelles commandes est particulièrement mauvais. L'indice du tertiaire, qui représente un poids nettement plus important dans la performance économique britannique, reste bien plus résistant, à 55,1 points, malgré un léger repli en mai. Nous avons à nouveau légèrement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2023 après ce 1<sup>er</sup> trimestre plus solide. Toutefois, nous pensons que la croissance sera négative au 2<sup>e</sup> semestre en raison de la politique monétaire durcie.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,4%	2023 : 6,7%
2024 : 2,8%	2024 : 2,8%

L'inflation a de nouveau surpris à la hausse en avril, mais en comparaison annuelle, elle passe de 10,1% à 8,7%. A nouveau, les prix des produits de base et des services en sont les principaux facteurs. Quant aux prix de l'énergie, ils ont nettement reculé en raison d'effets de base. Cette tendance devrait se poursuivre ; l'inflation sous-jacente demeure toutefois obstinément élevée, ce qui devrait maintenir élevée la pression sur la Banque d'Angleterre à un nouveau relèvement.

## Chine

### Le rebond s'essouffle

#### Croissance du PIB

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

Les données économiques chinoises d'avril ont largement déçu les attentes et pointent vers un ralentissement de la reprise. La production industrielle a progressé de 5,6% en avril par rapport à l'année précédente, contre 10,9% prévu par le consensus. La production de voitures a été solide, le reste des composantes a en revanche été faible. En mai, le PMI de l'industrie a glissé un peu plus sous le seuil de croissance des 50 points. En mai, celui des services a également signé son deuxième repli consécutif, même si à 53,8 points, il reste nettement au-dessus de ce seuil. Tandis que les ventes au détail en avril ont à nouveau fortement augmenté par rapport à 2022 (18,4%), elles restent inférieures aux attentes. Le fort rebond est surtout le fruit d'effets de base en raison des confinements de l'année dernière. Les données commerciales traduisent aussi un léger ralentissement récent, notamment côté importations. Les exportations vers les pays voisins de l'ASEAN notamment affichent un net repli en avril, alors que celles vers l'UE ou les Etats-Unis demeurent faibles. Par conséquent, nous prévoyons que cette reprise chinoise sera avant tout portée par la consommation nationale, contrairement aux précédentes, portées par l'industrie. Les retombées positives en Europe et aux Etats-Unis devraient donc être limitées.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 1,7%	2023 : 1,8%
2024 : 2,2%	2024 : 2,4%

Le taux d'inflation en Chine est étonnamment bas en avril, à 0,1% en comparaison annuelle. L'inflation des prix à la production est à nouveau inférieure aux prévisions : avec -3,6%, elle est clairement en territoire déflationniste. La faible pression des prix ne traduit pas d'économie en surchauffe, signifie que la Chine exporte de la désinflation, et qu'elle ne contribue pas à l'inflation mondiale comme redouté.

## Economic Research



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



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
@kunzi\_damian



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



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com



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

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

**Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par 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 Quay 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.