

Mai 2022

## A retenir

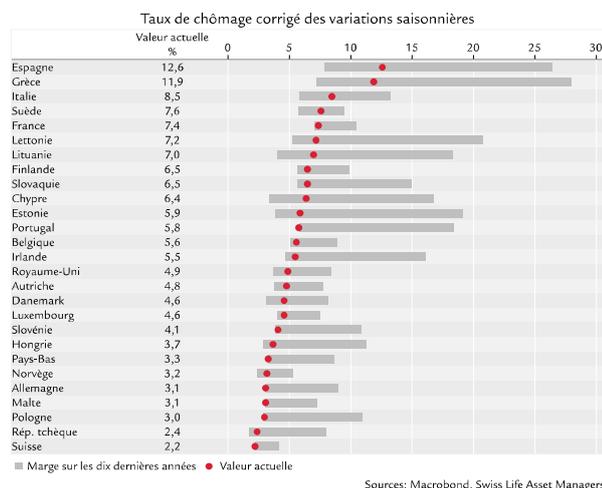
- Guerre, pénurie persistante d’approvisionnement et hausse du coût du crédit : l’économie mondiale à la peine
- La légère détente des prix de l’énergie devrait un peu apaiser les taux d’inflation
- La solide demande intérieure en Europe limite le danger immédiat de récession

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 avril 2022

## Graphique du mois



Deux ans après le début de la pandémie, le taux de chômage est en deçà de son niveau pré-crise dans de nombreux pays d’Europe occidentale et du Nord. En France, en Allemagne et en Suisse, il signe même un plus bas inédit depuis des années. Une preuve du succès des politiques monétaire et budgétaire coordonnées visant à empêcher une crise économique induite par la pandémie. Avec la guerre en Ukraine, les craintes de récession font de nouveau la une. Toutefois, la solidité du marché de l’emploi soutient la demande des consommateurs et indique, associée à la forte inflation actuelle, une pression salariale renforcée. Les banques centrales devraient répondre par une normalisation de la politique monétaire.

## Etats-Unis

### Les prestataires s'essoufflent

#### Croissance du PIB

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

La guerre en Ukraine touche l'économie américaine principalement indirectement, via la hausse des prix des matières premières. La rapide hausse des taux et les potentielles difficultés d'approvisionnement des biens de consommation chinois, du fait des confinements et retards dans les ports de Chine, sont bien plus menaçantes. Depuis début 2022, le taux d'intérêt des hypothèques à taux fixe à 30 ans est passé de 3,2% à plus de 5%, la plus vive hausse depuis 1980. L'activité de refinancement hypothécaire s'est effondrée, les demandes d'hypothèques pour les acquisitions et le nombre de transactions montrent de premiers signes de faiblesse. La baisse du pouvoir d'achat fait s'essouffler le secteur des services, même si les enquêtes des PMI d'avril témoignent toujours d'une solide croissance. Tout va bien pour l'industrie américaine, qui a même gagné en dynamisme et, contrairement à l'Europe, a eu le plaisir de voir son carnet de commandes se remplir. Le fossé entre la forte demande et l'offre limitée devrait ainsi se combler, ce qui pourrait, pour les produits américains du moins, apaiser quelque peu la pression inflationniste.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,9%	2022 : 7,0%
2023 : 3,0%	2023 : 3,2%

L'inflation américaine a atteint 8,5% en mars, son pic cyclique selon nous. Après la nette hausse des prix de l'énergie en mars, la situation devrait relativement se calmer, alors que l'inflation sous-jacente a surpris à la baisse pour la première fois depuis septembre 2021 (hausse de 10 pb à 6,5%). En cause, un fort repli des prix des véhicules d'occasion, qui restent toutefois supérieurs de 48% par rapport au niveau pré-pandémie. Nous estimons donc que l'inflation finira l'année entre 4% et 5%, malgré la détente ces prochains mois.

## Zone euro

### Des hypothèses confirmées

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,1%	2022 : 2,8%
2023 : 2,0%	2023 : 2,3%

Jusqu'ici, l'évolution de la guerre en Ukraine et les dernières données conjoncturelles confirment les hypothèses de notre scénario de référence. Le conflit se concentre surtout à l'est du pays, tandis que les acheteurs européens hésitent à boycotter les livraisons de gaz russe. En France et en Slovaquie, les forces pro-européennes ont remporté les élections et les adhésions prévisibles de la Suède et de la Finlande à l'OTAN augurent d'un nouveau rapprochement des partenaires européens. Hélas, notre scénario de référence ne prévoit pas de fin rapide à la guerre, mais plutôt une impasse prolongée. Pour que l'économie atterrisse en douceur dans ce contexte, la résorption rapide des difficultés d'approvisionnement dans l'industrie est tout aussi nécessaire qu'une normalisation prudente de la politique monétaire de la BCE. Indépendamment de l'éclatement de la guerre dans le voisinage, les nouveaux confinements chinois et le net creusement des écarts de crédit sont des risques conjoncturels importants pour les Etats membres méridionaux de l'UEM. Pour l'heure, la solidité du marché du travail (voir page 1) et l'augmentation des dépenses publiques soutiennent la demande intérieure.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,2%	2022 : 6,5%
2023 : 2,3%	2023 : 2,4%

Depuis novembre 2021 et partout dans la zone euro, l'inflation est supérieure à la cible de la BCE, à savoir 2%. Là où l'énergie pèse lourd dans le panier de l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel en mars 2022 a même atteint des valeurs à deux chiffres. Une évolution qui risque de voir les anticipations d'inflation se détacher de leur ancrage. Le cours des emprunts à dix ans de l'Etat français ou des Bunds indexés sur l'inflation permet de déduire un taux d'inflation annuel théorique de 2,9%, soit plus de 90 pb de plus qu'avant l'invasion russe en Ukraine.

## Allemagne

### Des signes de stabilisation

#### Croissance du PIB

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

Dans notre dernière analyse, nous citons la différence entre les indicateurs du moral et ceux de l'activité effective. Les dernières données de l'indice ifo du climat des affaires le démontrent clairement. Les chiffres de la situation des entreprises (activité) ont évolué latéralement en avril alors que ceux des perspectives commerciales (moral) se sont redressés après un net repli en mars. Malgré tout, l'activité industrielle stagne : si l'on corrige les données du PMI industriel des valeurs élevées des délais de livraison, la dynamique industrielle en avril a piétiné par rapport à mars. La consommation effective d'électricité lors des semaines passées, à titre d'indicateur de la production industrielle, confirme ce constat. Le secteur secondaire allemand souffre autant de la hausse du prix de l'énergie que des récentes ruptures d'approvisionnement. La situation est tout autre dans le tertiaire allemand: dans ce secteur axé sur la demande intérieure, le PMI affiche une croissance ininterrompue depuis début 2022. Malgré la guerre à l'Est, il n'y a pour l'instant pas de signe d'un risque de vaste récession.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,9%	2022 : 6,3%
2023 : 2,7%	2023 : 2,7%

Les indicateurs avancés de l'inflation en avril ne seront publiés qu'après la clôture de la rédaction. Nous prévoyons une hausse de l'indice des prix à la consommation de 0,4% par rapport au mois précédent, soit une baisse du renchérissement annuel de 7,3% à 7,0%. Signe d'une légère détente, les prix des carburants sont en baisse de plus de 10% depuis mi-mars. Une nouvelle baisse des prix de l'énergie représenterait un risque considérable de révisions à la baisse des prévisions. S'ils restent stables, l'inflation devrait toutefois rester supérieure à 2,0% jusqu'à mi-2024.

## France

### « LREM – One More Time »

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,2%	2022 : 3,1%
2023 : 1,5%	2023 : 1,8%

« One More Time » et « Hymne à la joie » : c'est au son de Daft Punk et de Beethoven qu'Emmanuel Macron a fêté sa réélection. Des réformes du marché du travail réussies (voir Graphique du mois en page 1) et une stature internationale ne masquent pas le fait que la moitié des électeurs français ont donné leur voix aux extrêmes de l'échiquier politique, à droite ou à gauche. D'ici les élections législatives de juin, un certain flou entoure la latitude d'action du président reconduit. Les conditions-cadres économiques actuelles semblent favorables : les données disponibles depuis le 24 février indiquent une dynamique conjoncturelle résistante. Selon les indicateurs avancés du PMI des services, ce dernier a atteint en avril son niveau le plus élevé depuis janvier 2018. La levée des dernières mesures de restriction a donné des ailes à la consommation des ménages et au tourisme international. Si les enquêtes indiquent une nette baisse de moral des entreprises allemandes, celles menées en France dans l'industrie manufacturière révèlent une poursuite de l'essor économique ces prochains trimestres.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,9%	2022 : 4,2%
2023 : 2,1%	2023 : 2,1%

A la différence du moral des entreprises, celui des ménages français est en berne d'après les sondages. Outre les craintes liées à la guerre en Ukraine, la baisse du pouvoir d'achat préoccupe de plus en plus la population. D'après notre dernière estimation (en supposant des prix stables de l'énergie sur les marchés internationaux des matières premières), l'inflation devrait avoir atteint un pic à 4,6% en avril. Nous prévoyons ensuite un repli. Selon notre scénario de référence, l'inflation devrait repasser sous 3,5% au 4<sup>e</sup> trimestre 2022.

## Royaume-Uni

### Un solide 1<sup>er</sup> trimestre

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,1%	2022 : 3,9%
2023 : 1,7%	2023 : 1,4%

Les données disponibles suggèrent que parmi les grandes économies, la britannique a signé la plus forte croissance au 1<sup>er</sup> trimestre. Le secteur tertiaire est particulièrement dynamique : après le creux hivernal, l'hôtellerie-restauration a p. ex. retrouvé son niveau pré-crise en février. Bien plus importante encore, l'évolution positive des exportations de services, aussi essentielles outre-Manche que celles des marchandises, en hausse de 13,5% sur un an, nullement affectée par le Brexit. Les dépenses des ménages se sont reportées des biens vers les services : depuis le pic d'avril 2021, les ventes au détail réelles sont en repli. Le secteur immobilier reste un frein majeur à l'économie britannique. En février 2022, sa création de valeur était encore inférieure de 2,4% au niveau pré-crise, et la probabilité d'un rebond rapide dans un contexte de hausse des taux est faible. Le début du 2<sup>e</sup> trimestre a été plus difficile : l'enquête d'avril auprès des directeurs d'achat montre des signes de faiblesse, notamment concernant les composantes d'anticipation. Ainsi, les carnets de commandes s'allègent dans le secteur tertiaire comme secondaire, notamment concernant les commandes venant de l'étranger pour ce dernier.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,0%	2022 : 7,2%
2023 : 3,5%	2023 : 3,9%

Inflation globale (à 7,0%) comme sous-jacente (à 5,7%) ont de nouveau livré de bonnes surprises en mars. Un nouvel accès inflationniste guette en avril, car le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité va disparaître. Accélération de la hausse moyenne des salaires également, de 4,8% en janvier à 5,4% en février (aucune donnée disponible pour mars). La baisse du salaire réel reste donc moins sensible pour les employés britanniques que pour leurs pairs de la zone euro.

## Suisse

### Les exportations ralentissent

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,6%
2023 : 1,4%	2023 : 1,8%

La consommation des ménages reste insensible à l'éclatement de la guerre en Ukraine, et la reprise de l'activité de déplacement internationale mesurée au départ de l'aéroport de Zurich se poursuit. La demande des ménages en biens et services est soutenue par un marché de l'emploi performant et la levée des dernières mesures de lutte contre la pandémie. En apparence contradiction avec les affirmations ci-dessus, l'indicateur de l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO pointe un ralentissement de la dynamique conjoncturelle depuis fin février. Toutefois, le SECO note que ce fléchissement réside principalement dans la normalisation des volumes d'exportation des sociétés pharmaceutiques et chimiques. Les dernières données du PMI collectées par Raiffeisen Suisse pour les PME soulignent un rebond des secteurs axés sur le marché domestique. Ainsi, nous nous abstenons toujours d'une nette révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2022. Si en début d'année nous estimions la croissance moyenne à 2,6%, notre estimation actuelle est à peine inférieure, à 2,5%. Sur la même période, le consensus a ramené la sienne de 3,0% à 2,6%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,8%	2022 : 2,0%
2023 : 0,7%	2023 : 0,9%

A 2,4% en mars 2022, le taux d'inflation franchit à nouveau la limite supérieure de la cible de la Banque nationale suisse (de 0% à 2%). Selon nos calculs, l'inflation devrait avoir dépassé son pic cyclique au 2<sup>e</sup> trimestre. La forte part de prix définis par l'administration 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.

## Japon

### L'Etat pompier

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,0%	2022 : 2,1%
2023 : 1,6%	2023 : 1,8%

En avril, la chute irréfrenée du yen a animé le débat politico-économique nippon. Depuis début mars et malgré les tensions géopolitiques, la devise japonaise a cédé près de 10% au dollar américain, notamment du fait de la hausse de la différence de taux. Cela renchérit les importations, aggravant la problématique de la hausse des prix de l'énergie au Japon, qui dépend à 100% de l'étranger pour les combustibles fossiles (charbon excepté). L'expérience récente dans l'archipel montre que l'inflation importée n'entraîne quasiment jamais de hausse notable des salaires ou des prix pour les biens d'exportation ; *in fine*, elle pèse sur la consommation et l'investissement. Le gouvernement de Fumio Kishida a donc annoncé un plan de 6200 milliards de yens (environ 45 milliards d'euros) pour absorber ces effets néfastes potentiels. Il s'agit d'un bouquet de mesures, notamment des subventions aux grossistes en carburants, des transferts directs aux ménages à faible revenu et des contributions publiques aux coûts du crédit pour les PME. Les données économiques se montrent étonnamment stables. En avril et pour la première fois depuis décembre 2021, le PMI des services a franchi le seuil de croissance, les carnets de commandes sont stables dans l'industrie et le taux de chômage est tombé à un modeste 2,6% en mars.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,7%	2022 : 1,6%
2023 : 0,7%	2023 : 1,0%

L'inflation grimpe aussi au Japon, mais part de bien plus bas. En mars, l'inflation globale est passée de 0,9% à 1,2%, alors que la variante nipponne de l'inflation sous-jacente, excluant les denrées alimentaires et l'énergie, est passée de -1,0% à -0,7%. L'inflation va encore augmenter, mais probablement pas au point de nécessiter un tour de vis de la banque centrale au niveau des taux.

## Chine

### L'économie subit le confinement

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,5%	2022 : 4,9%
2023 : 5,2%	2023 : 5,1%

Bien que la croissance économique chinoise au 1<sup>er</sup> trimestre (+4,8%) par rapport à l'an dernier soit plus forte que prévu, la vague Omicron a laissé des traces, et les chiffres de mars ne mentent pas. Avec le confinement de la mégapole financière de Shanghai fin mars, la conjoncture va souffrir au 2<sup>e</sup> trimestre. Les indicateurs à haute fréquence comme la mobilité ou les ventes quotidiennes de véhicules augurent déjà d'un ralentissement qui s'intensifie en avril. Selon nous, la croissance chinoise va baisser au 2<sup>e</sup> trimestre 2022 par rapport au premier, et nous abaissons notre prévision de 5% auparavant à 4,5% désormais. De nombreuses provinces prenant des mesures préventives pour éviter un confinement strict comme dans la mégapole financière, le covid y reste globalement circonscrit. Cette attitude motive l'hypothèse voulant que la Chine ne se retrouve pas dans une situation où un confinement national doit être décrété. La rapide propagation d'Omicron demeure toutefois un risque majeur pour notre prévision. De plus, les ruptures des chaînes logistiques affectent l'activité de production dans le pays, et les conteneurs s'accumulent dans le plus grand port au monde. Le confinement de Shanghai pèse non seulement sur l'économie nationale, mais aussi sur les chaînes d'approvisionnement mondiales.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,3%	2022 : 2,1%
2023 : 2,0%	2023 : 2,2%

En mars, l'inflation chinoise était contenue, à 1,5%. La hausse mondiale des prix des produits agricoles a certes renchérit certains articles comme la farine et l'huile, mais le prix du porc, qui pèse 2,5% dans l'indice chinois des prix à la consommation, a baissé sous l'effet de l'offre croissante. De plus, les mesures de confinement entravent la consommation, ce qui maintient l'inflation sous-jacente à un faible niveau.

## 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.