

Mai 2023

## A retenir

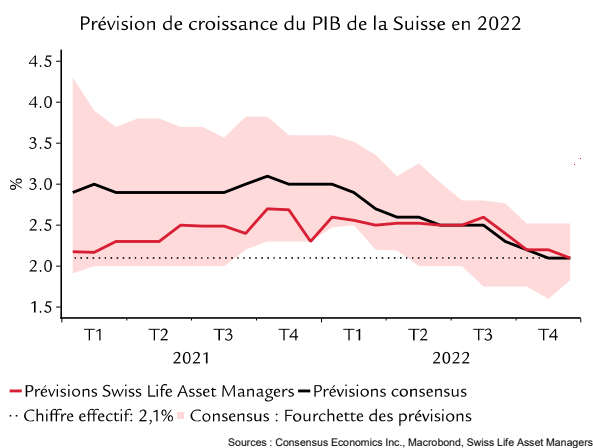
- Etats-Unis : le ralentissement conjoncturel prévu ne se traduit pas encore dans les chiffres
- Zone euro : le tertiaire poursuit son essor, tandis que l'industrie faiblit
- Chine : les chiffres officiels du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre confirment la reprise prévue, portée par la consommation

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 avril 2023

## Graphique du mois



Consensus Economics, leader mondial des enquêtes de prévisions macroéconomiques, récompense chaque année la prévision conjoncturelle la plus précise. Avec ses prévisions 2022 pour la Suisse, l'équipe Economic Research de Swiss Life Asset Managers occupe la plus haute marche du podium du « Forecast Accuracy Award » pour la cinquième fois ces dernières années. Au vu des nombreux défis qu'a recelés l'année 2022, il s'avère que nos processus d'estimation de croissance du PIB en Suisse fonctionnent bien. Le graphique présente l'évolution historique des prévisions de croissance du PIB en Suisse entre janvier 2021 et décembre 2022.

## Etats-Unis Une euphorie déplacée

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,1%
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%

La situation s'est visiblement apaisée depuis les remous dans le secteur bancaire américain en mars. Les marchés financiers ont commencé à rebondir et les données font état d'une constitution solide de l'économie américaine. Gare à l'excès d'optimisme toutefois. Les sorties de capitaux hors du système bancaire américain se sont poursuivies ces dernières semaines, car les intérêts sur les placements alternatifs comme les fonds du marché monétaire restent bien plus attractifs. Grâce aux mesures des autorités, notamment le nouveau plan d'injection de liquidités de la Fed, toute crise bancaire systémique est écartée selon nous. Toutefois, une enquête auprès des PME révèle que la disponibilité des crédits se réduit encore, notamment en raison des déboires des banques régionales. Même sur le marché du travail, très solide jusqu'ici, tous les signes ne sont pas au vert. Les demandes initiales d'indemnisation chômage sont en hausse constante depuis l'automne 2022. De plus, les postes temporaires reculent par rapport à l'année précédente. Certes, il s'agit d'un secteur modeste, mais qui devance la conjoncture. Lors des récessions de 2001 et de 2008/2009, c'était un indicateur avancé du revirement de tendance sur le marché du travail.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,3%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

En mars, les chiffres de l'inflation correspondent *in globo* à nos prévisions. Des effets de base et le repli des prix de l'énergie ont nettement fait baisser l'inflation globale, de 6,0% à 5,0%. Dans l'inflation sous-jacente (5,6% en mars), la baisse de celle des coûts du logement se distingue, reflétant enfin le ralentissement du marché immobilier américain. Ailleurs, toutefois, l'inflation des services demeure tenace. Par conséquent, les derniers chiffres ne permettent pas à la Fed de lever l'alerte.

## Zone euro Gare au fossé !

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 0,9%	2024 : 1,0%

D'après les premiers chiffres du PMI d'avril, la zone euro a entamé le 2<sup>e</sup> trimestre par une reprise, confirmant notre hypothèse d'une accélération temporaire de la croissance avant un ralentissement au 2<sup>e</sup> semestre. Cette hausse du PMI a été exclusivement portée par le secteur tertiaire, qui affiche la valeur la plus élevée depuis mai 2022. Le PMI de l'industrie a en revanche reculé bien en deçà du seuil de croissance des 50 points. L'écart entre les deux secteurs atteint ainsi des niveaux historiques, et le fossé est particulièrement grand concernant les commandes reçues. L'industrie enregistre un fort repli, après un ralentissement depuis octobre 2022, là où la tendance positive se poursuit depuis novembre 2022 dans le tertiaire. L'écart se creuse également au niveau de l'indice de l'emploi : certes, l'industrie est juste au-dessus du seuil de croissance, mais un nouveau ralentissement s'est produit en avril. A l'inverse, les prestataires de services signent la plus forte croissance des embauches depuis l'été 2007. Outre le déplacement de la consommation des biens vers les services, la plus grande sensibilité de l'industrie à la hausse des taux explique également cet écart historique.

### Inflation

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

Nouveauté en mars : les prix de l'énergie sont le principal facteur de baisse de l'inflation globale, qui passe de 8,5% à 6,9%. La variation mensuelle des prix de l'énergie est négative en Italie et en Espagne, mais positive en Allemagne et en France. Les effets de base négatifs vont s'amplifier lors des prochains mois. Pour la BCE, l'évolution de l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, garde toutefois plus d'importance. La contribution des services et des biens est restée élevée en mars, et celle des services devrait encore augmenter.

## Allemagne

### Séquelles dans la construction

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,3%	2023 : 0,1%
2024 : 0,8%	2024 : 1,2%

La production industrielle de février a de nouveau livré une bonne surprise, confirmant le rebond de la croissance en début d'année. D'après le PMI, la dynamique va rester positive au 2<sup>e</sup> trimestre, mais portée par le secteur tertiaire, alors que le climat dans l'industrie se dégrade. Nous sommes d'avis que la hausse des taux va laisser davantage de traces à partir du 3<sup>e</sup> trimestre. Le secteur de la construction est particulièrement touché. La dernière enquête ifo confirme que, parmi les principaux secteurs, il est celui où règne le plus fort pessimisme concernant l'activité. De plus, la situation actuelle est considérée à un niveau à peine supérieur à neutre. Parmi les sous-secteurs, la construction résidentielle ferme la marche, et le génie civil la mène. Les constructeurs indiquent comme principaux obstacles la pénurie de main-d'œuvre et le déficit de demande, mais citent aussi de plus en plus le financement comme facteur de production limitant. Cette ambiance morose se traduit dans la baisse du nombre de permis de construire ; l'activité devrait donc être faible ces prochains mois. A moyen terme, et notamment dans le secteur résidentiel, cela devrait renforcer la rareté de l'offre et donc limiter l'ampleur de corrections des prix.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,2%	2023 : 6,1%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

L'inflation annuelle des prix à la consommation baisse en mars (de 8,7% à 7,4%), portée par des effets de base de l'énergie. La variation mensuelle stagne à 0,8%. Le repli de l'inflation des prix à la production (de 15,8% à 7,5%) est également principalement dû aux prix de l'énergie. A l'inverse, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation augmente encore, à 5,8%, portée par des hausses de prix toujours fortes dans le tertiaire. Nous estimons que les pics ne sont pas encore atteints ici.

## France

### La grande fracture

#### Croissance du PIB

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

Le spectre d'une économie à deux vitesses se matérialise un peu plus en ce début de 2<sup>e</sup> trimestre 2023. D'après les enquêtes auprès des directeurs d'achat du secteur tertiaire, cette composante de l'économie française accélère encore en avril, alors que les chiffres du secteur manufacturier reculent pour la troisième fois de rang, signe d'une dynamique plus faible. En comparant les deux PMI, le tertiaire affiche 10,8 points de plus que le secondaire, un écart inédit depuis mai 1998 et le début de la collecte de ces données. Il y a fort à parier que rien ne changera rapidement sur ce plan ces prochains mois. Au sein du tertiaire, le tourisme profite largement du retour des visiteurs étrangers, alors que le secteur manufacturier reste entravé par des coûts de financement élevés et des prix de l'énergie qui le sont toujours. L'ampleur de l'effet des récentes manifestations contre la réforme des retraites sur les enquêtes auprès des ménages et des entreprises reste inconnue. A noter qu'un indicateur de l'INSEE qui vise à identifier les points de bascule conjoncturels affiche sa valeur la plus faible depuis mai 2020. D'après l'INSEE, cela est assimilable au « climat conjoncturel défavorable » actuel. Notre prévision en tient compte.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,9%	2023 : 5,3%
2024 : 2,2%	2024 : 2,7%

Certes, le taux d'inflation en France reste inférieur à celui des deux autres poids lourds de la zone euro, l'Allemagne et l'Italie. Mais l'inflation recule moins vite qu'ailleurs dans l'UEM. Parmi les facteurs figure la hausse des taxes sur le tabac, mais surtout la montée continue des prix alimentaires. De plus, les grèves des dernières semaines ont induit une nouvelle hausse des prix à la pompe. Des hausses d'honoraires dans le secteur de la santé vont éroder un peu plus le pouvoir d'achat.

## Italie

### Net repli des prix de l'énergie

Le repli rapide de l'inflation est l'évolution principale en Italie actuellement. L'inflation globale est passée de 11,8% en novembre 2022 à 7,6% en mars 2023, en parallèle des prix de l'énergie, qui ont baissé de 18% sur la période. Comme ailleurs en Europe, l'inflation sous-jacente reste tenace, mais le tempo diminue nettement aussi côté services et prix des biens (hors énergie et alimentation). Reste à voir si le mois de mars était une valeur aberrante, car les indicateurs avancés de la consommation restent bons, du moins à court terme, ce qui pourrait soutenir l'inflation. La croissance des salaires nominaux se poursuit et réduit l'écart avec l'inflation, favorisant la normalisation du moral des ménages en mars. De plus, les prestataires de services font état de nombreuses affaires nouvelles en mars, au plus haut depuis novembre 2021. Toutefois, nous prévoyons que le manque de stimulus budgétaire et le durcissement de la politique monétaire affecteront de plus en plus la croissance économique vers la fin 2023 et au plus tard en 2024.

## Espagne

### Le moral au beau fixe

Récemment, les indices des directeurs d'achat (PMI) ont indiqué un net rebond du moral des entreprises en Espagne, largement meilleur que dans l'ensemble de la zone euro. Alors que le PMI de l'industrie dans l'UEM est nettement inférieur au seuil de croissance de 50 points, il est de 51,3 en Espagne au mois de mars. Celui du secteur espagnol des services, à 59,4 points, est le plus élevé de toute la zone euro. D'après les enquêtes, le volume important d'affaires nouvelles en est le principal facteur, et le volet relatif à l'emploi indique toujours une forte hausse des embauches. Si nous disposons déjà des premières données des PMI pour l'ensemble de la zone euro en avril, les chiffres espagnols n'ont pas encore été publiés. Le communiqué de presse officiel laisse penser que la nouvelle hausse du PMI global dans l'UEM a été portée par des pays qui ne sont ni l'Allemagne ni la France. Cela augure de bonnes perspectives pour l'économie espagnole.

## Suisse

### La pression sur les prix reflue

#### Croissance du PIB

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

Les données conjoncturelles existantes n'indiquent toujours pas de direction. Les stimuli à la croissance font défaut, même si les tensions dans la chaîne d'approvisionnement dans l'industrie se sont largement résorbées. En Suisse également, il existe un décalage entre les indices des directeurs d'achat du secondaire et du tertiaire. Les prestataires de services sont moins exposés que le secteur de la construction ou une grande partie de l'économie d'exportation aux vents contraires de la hausse des coûts de financement et du ralentissement de la demande sur les marchés mondiaux. Toutefois, les précédents stimuli pour les prestataires reculent progressivement : le tourisme national a marqué les années 2020 à 2022, en assurant un nombre élevé de nuitées de clientèle locale dans les hôtels suisses, même au-delà de la période des mesures les plus strictes pour endiguer la pandémie. La clientèle suisse au fort pouvoir d'achat a également porté les ventes au détail, mais ce vent favorable des dernières années s'efface. Le trafic au départ de l'aéroport de Zurich a retrouvé en avril des valeurs qui étaient normales avant la pandémie. Le bilan touristique 2023 devrait donc être moins brillant que les années précédentes.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,3%	2023 : 2,6%
2024 : 1,5%	2024 : 1,5%

La pression inflationniste reflue au niveau des producteurs. Si l'indice des prix à la production et à l'importation progresse de 6,9% en juin 2022 par rapport à l'année précédente, la hausse sur un an n'est plus que de 2,1% en mars 2023. La baisse des coûts de l'énergie et du transport, ainsi que l'appréciation du franc face au billet vert, ont alimenté la détente. Un mouvement qui ne sera pas visible aussi rapidement dans les prix à la consommation : la hausse des loyers au 4<sup>e</sup> trimestre 2023 et en 2024.

## Royaume-Uni

### Pression persistante des prix

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,1%	2023 : -0,2%
2024 : 0,6%	2024 : 0,8%

La croissance mensuelle du PIB est nulle en février par rapport à janvier, décevant légèrement les prévisions du consensus, mais dépassant les nôtres. La production de services et son pendant industriel ont signé un léger repli en comparaison mensuelle. Les effets des débrayages se traduisent désormais dans les chiffres, avec un secteur public fortement touché par la grève des enseignants notamment. Le reste du secteur tertiaire enregistre en revanche à nouveau une forte croissance. *In globo*, la consommation des ménages reste plus solide que les attentes au vu de l'inflation tenace. De plus, une inversion de l'effet des grèves devrait se produire en mars. Au vu de la croissance plus forte lors des deux premiers mois, nous n'attendons pas de repli pour le 1<sup>er</sup> trimestre et relevons donc légèrement notre prévision de croissance du PIB pour 2023, à -0,1%. Nous avons différé les trimestres de croissance négative aux second et troisième trimestres 2023. Les PMI signent une nette hausse en avril également, mais nous continuons de tabler sur un effet différé du durcissement de la politique monétaire sur l'activité économique et sur un ralentissement des facteurs portant la consommation.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,9%	2023 : 6,4%
2024 : 2,7%	2024 : 2,8%

L'inflation a baissé moins que prévu en mars et reste supérieure à 10%. L'inflation sous-jacente en particulier s'avère tenace, et celle des prix des denrées alimentaires n'est pas en reste, avec une nouvelle hausse en mars, à un niveau inédit depuis 45 ans. Certes, l'inflation devrait baisser en 2023 en raison d'effets de base dans l'énergie, mais la croissance des salaires élevée du fait de la tension sur le marché du travail assombrit un peu plus le tableau.

## Chine

### La consommation porte la reprise

#### Croissance du PIB

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

La publication des chiffres officiels du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre confirme le rebond de l'économie chinoise, déjà esquissé par les indicateurs avancés. La hausse est de 4,5% par rapport à l'an dernier, supérieure à notre prévision. Cette reprise est avant tout portée par la hausse de la consommation, en particulier dans les secteurs durement touchés par les confinements stricts comme la vente au détail de denrées alimentaires, de bijoux, de prêt-à-porter, ainsi que dans la restauration. Malgré ce rebond, la croissance des ventes au détail reste inférieure au niveau pré-covid. Le marché immobilier aussi poursuit son redressement, et devrait soutenir la reprise économique en 2023. En revanche, le secteur industriel reste à la traîne. Nous avons nettement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2023, à 5,8%, en raison du fort rebond au 1<sup>er</sup> trimestre. La consommation devrait rester un facteur important au 2<sup>e</sup> trimestre. L'objectif de croissance de 5% en 2023 fixé par le gouvernement signifie que Pékin n'a pas l'intention de lancer un vaste programme de relance. De plus, la demande mondiale morose représente un obstacle pour la croissance économique chinoise.

#### Inflation

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

Le taux d'inflation en Chine est étonnamment bas en mars, à 0,7% en comparaison annuelle. Ce nouveau repli est dû aux biens de consommation, dont les prix ont augmenté bien plus lentement que lors du mois précédent. Toutefois, l'inflation sous-jacente augmente légèrement. Parmi les pays émergents, la Chine affiche toujours le plus faible taux d'inflation.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**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 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.