

Novembre / décembre 2023

### A retenir

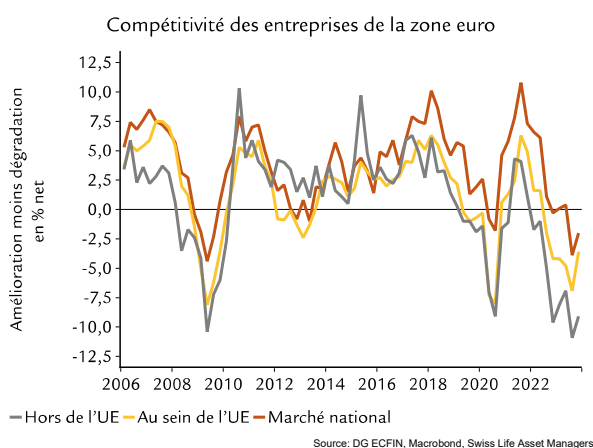
- La guerre entre Israël et le Hamas risque de faire à nouveau grimper les prix de l'énergie, surtout en Europe
- La croissance au 3<sup>e</sup> trimestre est meilleure que prévu, notamment aux Etats-Unis et en Chine
- Prudence à l'horizon : la politique monétaire rigide laisse des traces, la dette publique préoccupe à nouveau

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

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

### Graphique du mois



Depuis 2022, de plus en plus d'entreprises de la zone euro font savoir que leur compétitivité s'érode. C'est surtout le cas sur les marchés hors de l'UE, notamment pour les sociétés allemandes. Parmi les facteurs de cette réalité, les prix de l'énergie toujours élevés. La compétitivité de branches très gourmandes en énergie comme l'industrie chimique, papetière ou du métal est très faible. Les sociétés pharmaceutiques et les constructeurs automobiles se plaignent aussi d'une concurrence accrue, causée notamment par les véhicules électriques chinois pour ces derniers. L'UE a donc récemment lancé une enquête antisubventions sur l'importation de ces véhicules.

## Etats-Unis Fièvre acheteuse

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,4%	2023 : 2,2%
2024 : 0,6%	2024 : 0,9%

Conformément aux prévisions, le PIB américain a progressé de 1,2% au 3<sup>e</sup> trimestre 2023 par rapport au précédent, traduisant une nette accélération et constituant la plus forte croissance depuis fin 2021. Cette progression est toutefois peu diversifiée, car elle s'explique principalement par la consommation très soutenue et la constitution de stocks de la part des ménages. La dépense publique a également favorisé la croissance, ce qui est problématique au vu de l'état du budget, tandis que les investissements et la contribution du commerce extérieur sont étales. La soif inextinguible de biens durables chez les ménages est particulièrement remarquable. A l'inverse d'autres pays, et même si les dépenses pour les services poursuivent leur rebond, le report attendu après la fin de la pandémie des dépenses en biens vers celles en services n'a toujours pas eu lieu. Cela pourrait expliquer l'évolution favorable des commandes de biens durables en septembre et la meilleure tenue de l'industrie manufacturière, d'après le PMI, par rapport à l'Europe. En revanche, la forte consommation intervient au détriment du taux d'épargne, plus faible. En septembre, le revenu réel des ménages a même reculé pour le second mois de rang. Nous maintenons notre estimation prudente pour les prochains trimestres, mais nous avons dû relever légèrement nos prévisions de croissance pour 2023 et 2024 au regard des solides données économiques.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,1%
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%

Nouveau recul du taux d'inflation en septembre ; les prix des services (hors énergie) ont légèrement repris de l'élan au 3<sup>e</sup> trimestre, ce qui n'est pas surprenant au vu de la vigueur de la consommation. Seul le ralentissement économique attendu aura un effet à la baisse sur ce plan. Un constat identique pour la pression salariale toujours élevée. Sur ce front, les syndicats ont obtenu des constructeurs automobiles de fortes augmentations grâce à des grèves très suivies.

## Zone euro Conflit et conséquences

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,5%
2024 : 0,6%	2024 : 0,6%

Les PMI avancés d'octobre dans le secteur secondaire pointent un repli durable de la dynamique conjoncturelle dans la zone euro. De plus, la guerre entre Israël et le Hamas, qui a éclaté début octobre, devrait laisser davantage de marques sur l'économie de l'UEM qu'outre-Atlantique, par exemple. L'effet de l'effondrement de la demande israélienne devrait être faible, les exportations vers l'Etat hébreu ne représentant que 0,2% du PIB de la zone euro. En revanche, le conflit menace de faire flamber les prix du pétrole et du gaz, ce qui conduirait à une nouvelle hausse de l'inflation et ralentirait l'activité économique. Dans le scénario le moins défavorable, où le conflit resterait limité à Israël et aux territoires palestiniens, nous n'attendons pas de hausse significative des prix de l'énergie. Si les hostilités venaient à s'étendre aux Etats arabes voisins du Liban et de la Syrie (ce qui semble de plus en plus être la tendance), où l'Iran soutient différents groupes, nous prévoyons une volatilité accrue des prix de l'énergie ainsi qu'une prime de risque découlant de la menace d'un conflit direct avec Téhéran. Selon nous, seul le scénario le plus grave d'une confrontation directe entre Israël et l'Iran, dans lequel des puissances mondiales comme les Etats-Unis et la Chine interviendraient, aurait pour conséquence une hausse considérable et durable de ces prix.

### Inflation

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

A 2,9% en octobre, l'inflation globale en zone euro est retombée à son plus bas en deux ans. Elle est désormais nettement inférieure à l'inflation sous-jacente inscrite à 4,2%. Le repli des prix de l'énergie en est le principal facteur. Ceux des produits de base se sont aussi nettement détendus. Alors qu'une escalade du conflit au Proche-Orient fait peser le risque d'une hausse de l'inflation, le repli de la dynamique conjoncturelle moins marqué que prévu exerce la pression inverse.

## Allemagne

### L'optimisme n'est pas de mise

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,2%	2023 : -0,4%
2024 : 0,2%	2024 : 0,5%

D'après une première estimation, l'économie allemande recule de 0,1% au 3<sup>e</sup> trimestre, un peu moins que notre prévision. De plus, la croissance du PIB aux deux premiers trimestres a été relevée à 0,1% et 0,0%. L'Allemagne n'est donc pas en récession technique. Cependant, très peu d'éléments incitent à l'optimisme, et nous estimons que l'Allemagne se trouve bel et bien en récession. La solidité du marché du travail et le léger soutien attendu de la part de la consommation privée expliquent que nos prévisions ne sont pas plus basses. Toutefois, les risques de baisse de ces deux facteurs ont augmenté dernièrement. D'après l'enquête auprès des directeurs d'achats, l'emploi diminue également dans le tertiaire, une première dans l'ère post-covid. De plus, le repli industriel s'accélère, même si le recul de la production et des affaires nouvelles s'est atténué. Le moral des ménages poursuit sa baisse en octobre, dans la lignée de sa tendance depuis mai. La nouvelle augmentation des prix de l'énergie et la crainte accrue du chômage ont fait croître le pessimisme des ménages quant à leur revenu estimé, même si l'inflation globale continue de baisser et qu'une hausse des salaires est attendue.

#### Inflation

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

En quête de nouveaux fournisseurs à la suite de l'éclatement de la guerre en Ukraine, l'Allemagne a signé fin 2022 avec le Qatar un accord d'importation de gaz naturel liquéfié, déjà fortement critiqué à l'époque. La critique s'est amplifiée avec l'attaque, le 7 octobre dernier, sur Israël lancée par le Hamas, soutenu par Doha. Tant que l'émirat jouera le rôle d'intermédiaire au Proche-Orient, l'accord devrait demeurer. En revanche, une escalade du conflit ferait s'envoler l'incertitude quant à l'approvisionnement et, partant, les prix du gaz.

## France

### Un déficit historiquement élevé

#### Croissance du PIB

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

De façon similaire aux Etats-Unis, la politique budgétaire a porté la croissance en 2023 et pourrait amortir l'effet néfaste de la politique monétaire que constitue la hausse du coût du crédit pour les entreprises et les propriétaires. Il en résulte un déficit public historiquement élevé depuis le début de l'année. En août, le solde négatif cumulé dépassait même les valeurs enregistrées lors de la pandémie en 2020. La soutenabilité de la dette publique revient ainsi au cœur des débats. Sur les marchés financiers, la prime de risque pour les obligations souveraines françaises par rapport aux Bunds allemands est déjà repartie à la hausse. Elle s'inscrit actuellement à plus d'un écart-type au-dessus de la moyenne à long terme des vingt dernières années. Outre cette dégradation des conditions cadres structurelles, les indicateurs cycliques témoignent aussi d'un nouveau ralentissement de la dynamique. L'un d'entre eux, établi par l'Insee, fait état d'un climat conjoncturel particulièrement défavorable en octobre 2023 : ces cinq dernières années, cet indicateur n'a glissé sous sa valeur actuelle qu'à quatre reprises. Trois d'entre elles ont été observées durant des mois où l'exécutif déployait des mesures pour endiguer la pandémie.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,9%	2023 : 5,0%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

Aucun chiffre détaillé pour le mois d'octobre quant à l'évolution de l'indice des prix à la consommation n'est encore disponible. Mais d'après la prévision avancée de l'Insee, qui confirme notre hypothèse, les effets de base et la perte d'élan de la dynamique conjoncturelle alimenteront un nouveau repli de l'inflation globale. Le taux d'inflation s'inscrivait encore à 4% récemment, soit 2% de moins qu'en janvier 2023. Dans notre scénario de référence, et à la condition de prix de l'énergie stables, il devrait glisser sous 2% à compter d'octobre 2024.

## Italie

### Déséquilibre budgétaire

En zone euro, les rendements des obligations souveraines ont globalement augmenté au 3<sup>e</sup> trimestre. Avec la proposition de budget de l'exécutif italien, qui ne respire pas une farouche volonté d'économies, les discussions sur la soutenabilité de la dette de la Botte se sont à nouveau enflammées. L'écart entre les emprunts d'Etat allemands et italiens s'est à nouveau creusé. La réévaluation redoutée de la notation de crédit de l'Italie par S&P ne s'est pas matérialisée en octobre, mais celles de Fitch et de Moody's n'avaient pas été publiées à la clôture de la rédaction. Le gouvernement de Mme Meloni laisse certes augurer d'un déficit primaire en amélioration (hors paiements d'intérêts), de -1,5% du PIB en 2023 à -0,2% en 2024. Toutefois, cette prévision repose sur des hypothèses de croissance du PIB trop optimistes à nos yeux (1,2% pour Rome contre 0,5% pour notre estimation en 2024). De plus, la charge des intérêts attendue au fil des ans augmente. Malgré la consolidation budgétaire, plutôt frileuse, cela entraînera un déficit global qui ne glissera pas sous les 3% des critères de Maastricht avant 2026.

## Espagne

### Rafrâchissement hivernal

L'Espagne est bien moins touchée que l'Allemagne par la dégradation de la compétitivité des entreprises de la zone euro (voir Graphique du mois). Les sociétés espagnoles du domaine du prêt-à-porter, du plastique, de l'industrie papetière et du métal indiquent la plus forte perte de compétitivité au 3<sup>e</sup> trimestre. Sur la même période en revanche, la position des producteurs de produits sidérurgiques, pharmaceutiques, de véhicules et de mobilier s'est améliorée. *In globo*, l'économie espagnole a progressé de 0,3% au 3<sup>e</sup> trimestre, un peu plus que nous l'attendions. La consommation et le commerce l'ont favorisée. Cependant, la politique monétaire restrictive a également entraîné des conséquences pour l'économie espagnole : les investissements reculent déjà au 3<sup>e</sup> trimestre, et la demande de crédit des entreprises s'est encore fortement dégradée récemment. De plus, le moral des ménages s'assombrit malgré une inflation en baisse depuis août. Nous prévoyons donc un ralentissement de la dynamique espagnole lors du semestre d'hiver.

## Suisse

### Croissance nulle

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%

Depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2023, l'économie suisse tangué dans des clapotis. Le début du dernier trimestre 2023 n'y a rien changé. Les indicateurs disponibles jusqu'ici, comme le baromètre conjoncturel d'octobre du KOF de l'EPF de Zurich, confirment ce constat. L'indice des directeurs d'achat PMI de l'industrie recule nettement en octobre, à 40,6 points. La principale raison de ce nouveau repli réside dans la forte baisse de la production par rapport à septembre, et dans la minceur des carnets de commandes. Ce facteur exclut un rapide revirement de tendance. Par le passé, des valeurs aussi faibles de ces PMI étaient constatées lorsque la Suisse était en récession. La récente multiplication des annonces de pertes d'emploi dans l'économie helvète n'a rien d'un hasard. La croissance reste portée par la consommation des ménages et la croissance démographique. A l'exception du mois de juillet, les données mensuelles de l'immigration nette du Secrétariat d'Etat aux migrations (SEM) affichent chaque mois un record sur la période depuis 2014.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,2%
2024 : 1,9%	2024 : 1,6%

Après le net repli de l'inflation cet été, la hausse des loyers existants entre dans le calcul des prix à la consommation en ce 4<sup>e</sup> trimestre 2023. Associée à l'augmentation des prix de l'électricité et au relèvement de la TVA début 2024, la progression des loyers va porter le taux d'inflation à un peu plus de 2% au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2024. A court terme, les développements géopolitiques s'accompagnent de risques prévisionnels contradictoires : d'une part, les prix de l'énergie ont fortement augmenté en octobre, et de l'autre, l'appréciation du franc permet des prix à l'importation plus faibles.

## Royaume-Uni

### Le marché du travail se retourne

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,4%
2024 : 0,3%	2024 : 0,3%

Les chiffres mensuels du PIB sont globalement meilleurs que nos prévisions prudentes et nous amènent à une légère révision à la hausse des prévisions pour 2023. Néanmoins, cela change peu la situation de l'économie britannique, toujours dépourvue de moteurs de croissance et dont la trajectoire est principalement latérale depuis début 2022. La Banque d'Angleterre devrait certes marquer une pause, mais sa politique rigide se fait ressentir. Divers indicateurs signalent que les prix des maisons stagnent, dans le meilleur des cas, voire baissent nettement. Par ailleurs, le moral des ménages s'est dégradé après des mois de rebond, notamment en raison de la détérioration de l'horizon conjoncturel. Les ventes au détail continuent d'en souffrir. Elles font du surplace depuis début 2023 et ont même perdu de leur dynamisme au 3<sup>e</sup> trimestre. Sur une note positive, le taux d'inflation en baisse fait actuellement progresser les salaires réels. Toutefois, cette croissance devrait faiblir, car le marché du travail s'est retourné et l'emploi perd du terrain au 3<sup>e</sup> trimestre. Les PMI d'octobre, en particulier dans le secteur tertiaire, ne laissent pas entrevoir d'amélioration au 4<sup>e</sup> trimestre. En l'absence de moteurs de croissance, notre prévision de croissance du PIB de 0,3% en 2024 demeure prudente.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,5%	2023 : 7,4%
2024 : 3,0%	2024 : 3,1%

L'inflation britannique n'en finit pas de surprendre. Après la baisse surprise d'août, les chiffres de septembre sont un peu plus élevés qu'attendu, avec une révision de la prévision à la clé. La tendance globale de l'inflation sous-jacente reste orientée à la baisse, un peu plus marquée pour les prix des biens de base que pour ceux des services. Elle s'inscrit actuellement à 6,1%, et nous prévoyons qu'elle glissera sous la barre des 5% au 1<sup>er</sup> trimestre 2024.

## Chine

### Trajectoires contraires

#### Croissance du PIB

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

La croissance du PIB chinois au 3<sup>e</sup> trimestre 2023 s'inscrit à 4,9%, un niveau plus solide qu'attendu. De plus, les données mensuelles de la consommation et de l'industrie en septembre ont aussi progressé à un rythme satisfaisant. En effet, les perspectives de consommation sont encourageantes. Outre les ventes au détail de septembre, en forte hausse de 5,5% par rapport à l'année précédente, les indicateurs journaliers des recettes de billetterie des cinémas témoignent d'une amélioration durable. Le taux de chômage est passé de 5,2% à 5,0%, tandis que le taux d'épargne des ménages se rapproche du niveau pré-covid. C'est un signe que les foyers chinois sont moins inquiets des perspectives de revenu et dépensent ainsi à nouveau davantage. C'est pourquoi nous relevons notre prévision de PIB pour 2023 de 5,0% à 5,4%. Le secteur immobilier reste le point faible de l'économie. Tant l'investissement que les ventes continuent de reculer en raison du choc de confiance qui frappe les investisseurs du secteur. Mais une lueur apparaît à l'horizon : les réalisations de projets immobiliers vendus sur plans continuent de progresser fortement. Avec le temps, cela pourrait contribuer à restaurer la confiance, si les acheteurs de logements déjà vendus acquièrent la certitude croissante que les biens qu'ils ont payés seront livrés.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,6%
2024 : 1,2%	2024 : 1,7%

Les données de l'inflation chinoise en septembre sont restées faibles, avec un taux d'inflation globale nul. Tandis que les prix dans les secteurs des loisirs et du transport ont légèrement progressé, ceux des biens en lien avec l'immobilier restent faibles, traduction de l'atonie persistante du secteur. Les prix à la production reculent de 2,5% par rapport à 2022 et restent en territoire déflationniste, mais progressent légèrement en comparaison avec le mois précédent.

## 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 Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.