

Janvier 2022

## A retenir

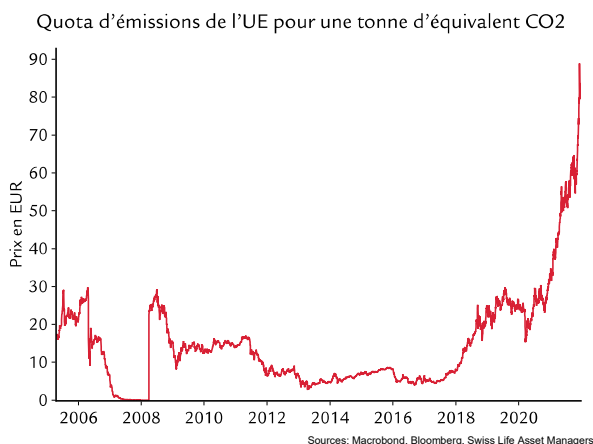
- Etats-Unis : une croissance du PIB positive au 4<sup>e</sup> trimestre, mais Joe Biden est au plus bas dans les sondages
- Zone euro : risque accru d'accrocs temporaires dans la dynamique de croissance à cause d'Omicron
- L'inflation est à nouveau plus élevée qu'attendu, mais un recul reste prévu pour 2022

## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2021		Croissance du PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	5,5%	5,6% ↑	3,4%	4,0%	4,7% ↑	4,6% ↑	4,3% ↑	4,2% ↑
Zone euro	5,2%	5,1% ↑	3,7%	4,2% ↓	2,6% ↑	2,5% ↑	2,4% ↑	2,5% ↑
Allemagne	2,9%	2,7%	3,6%	4,0% ↓	3,1%	3,1% ↑	2,5% ↑	2,7% ↑
France	6,8%	6,6% ↑	3,5%	3,8%	1,7% ↑	1,7%	1,9% ↑	2,1% ↑
Royaume-Uni	6,9%	7,0% ↑	4,2%	4,7%	2,5% ↑	2,5% ↑	3,7% ↑	4,1% ↑
Suisse	3,5% ↑	3,5% ↑	2,4% ↓	3,0%	0,5% ↓	0,5%	0,8%	0,8% ↑
Japon	1,7% ↓	1,8% ↓	2,1%	3,2% ↑	-0,3%	-0,2%	0,5%	0,7%
Chine	7,9%	8,0%	5,1%	5,1%	0,9% ↑	0,9% ↓	1,9% ↓	2,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 6 décembre 2021

## Graphique du mois



Enfin un prix pour la décarbonation. La hausse du prix des quotas d'émissions dans l'UE s'explique en partie par le faible niveau actuel des réserves de gaz, dopant la production de charbon et la demande de quotas. Cette hausse révèle également que les marchés anticipent de plus en plus une politique climatique plus stricte, soit une réduction des quotas accordés par l'UE. Les entreprises concernées seront tentées de répercuter les frais supplémentaires sur le consommateur. L'étendue de cette « inflation verte » est pour l'heure difficile à quantifier.

## Etats-Unis

### Retour de la main-d'œuvre

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,5%	2021 : 5,6%
2022 : 3,4%	2022 : 4,0%

Après le bref accès de craintes de stagflation (voir le précédent numéro des Perspectives), l'optimisme quant à la croissance est de retour aux Etats-Unis. Les chiffres du 4<sup>e</sup> trimestre publiés jusqu'ici confirment notre hypothèse, à savoir que l'économie américaine a repris de la vigueur dans le secondaire comme dans le tertiaire. Le PMI non-manufacturier de l'ISM a même atteint un record de 69,1 points. La résorption progressive des difficultés d'approvisionnement et le retour de la main-d'œuvre sur le marché du travail rehaussent le tableau conjoncturel. En novembre, le taux de participation au marché du travail est passé de 61,6% à 61,8%, soit 1,1 million de personnes supplémentaires ayant trouvé un emploi. De quoi se réjouir pour Joe Biden ? Que nenni ! En 2021, sa cote de popularité a plongé, conséquence certaine de la plus forte inflation depuis les années 1980. Alors que le programme d'infrastructures bipartisan a été approuvé, le « Build Back Better Act » se heurte à l'opposition du sénat, même dans les rangs démocrates. La crainte, légitime, qu'un nouveau round de dépenses publiques alimente l'inflation devrait entraîner une réduction du programme. Il s'est déjà allégé de 1300 milliards de dollars entre la Maison Blanche et la chambre des représentants.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,7%	2021 : 4,6%
2022 : 4,3%	2022 : 4,2%

L'inflation a poursuivi sa route en novembre pour atteindre 6,8%, portée par les prix de l'énergie et à la consommation. Dans les services elle est étonnamment faible. Nous pensons que ces prix contribueront de manière neutre, voire négative, à l'inflation en 2022. La situation devrait se normaliser dès janvier. Lestés d'un fort effet de base à l'entame de 2022, les Etats-Unis ne devraient pas voir l'inflation passer sous 3% avant octobre 2022.

## Zone euro

### Apaisement budgétaire en vue

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,2%	2021 : 5,1%
2022 : 3,7%	2022 : 4,2%

L'arrivée de la coalition tricolore au pouvoir en Allemagne suscite des craintes en France et au sud de l'UEM, car les membres du parti libéral allemand pourraient exiger un rapide retour à l'orthodoxie budgétaire. Toutefois, rien de tel ne transparaît des communications du nouveau ministre allemand des Finances, Christian Lindner. Au contraire, dès les premiers jours de son mandat, il a mis sur les rails un budget supplémentaire de l'ordre de 60 milliards d'euros. La protection du climat et la numérisation devraient bénéficier des crédits non utilisés jusqu'à présent, mais déjà inscrits au budget. La nouvelle coalition se montre ouverte, vis-à-vis de ses partenaires européens, à la discussion sur des règles budgétaires plus souples. C'est donc l'occasion de prendre de nouvelles mesures pour consolider l'union monétaire. En 2022, Berlin assurera la présidence du G7 et Paris celle de l'UE, il y a donc une certaine latitude d'action. Ces visions de long terme mises à part, la pandémie continue de peser sur la dynamique conjoncturelle deux ans après son irruption. La vague hivernale a notamment frappé l'Autriche, dont le gouvernement a décrété fin novembre un confinement de 20 jours. Avec l'émergence du variant Omicron, le risque de revers temporaires sur le chemin de la reprise demeure considérable partout en Europe.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,6%	2021 : 2,5%
2022 : 2,4%	2022 : 2,5%

L'accès d'inflation a valu une volée de bois vert à la BCE. L'inflation dans la zone euro, actuellement à 4,9%, est sans nul doute une pomme de discorde de politique économique. Mais il ne faut pas perdre de vue que ce taux est dû pour plus de moitié à la hausse des prix de l'énergie. Contrairement aux Etats-Unis, le phénomène reste éphémère et limité à quelques biens du panier des ménages.

## Allemagne

### Un potentiel de rattrapage

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,7%
2022 : 3,6%	2022 : 4,0%

Malgré des restrictions renforcées dans les différents Länder, la dynamique économique a repris jusqu'en semaine 49, selon les chiffres à haute fréquence de la Bundesbank. A court terme, un nouveau ralentissement de la croissance lié au nouveau variant Omicron n'est pas exclu. Pourtant, parmi les grandes économies, c'est l'Allemagne qui a le plus grand potentiel de rattrapage. Jusqu'ici, l'économie nationale s'est rétablie moins vite de l'effondrement qu'en Suisse, en France ou aux Etats-Unis. Berlin a un désavantage face à Paris : son économie exportatrice s'est davantage orientée vers le marché extra-européen après la crise financière. Mais contrairement à 2009, les pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud ne jouent pas le rôle de locomotive de la croissance mondiale. De plus, de nombreux pays asiatiques suivent un régime « zéro covid » strict. L'Allemagne est donc concernée à double titre. La demande des émergents est moindre que celle des économies plus aisées et en parallèle, les difficultés d'approvisionnement pèsent sur les produits intermédiaires des constructeurs automobiles. Sur ce front, les signes de détente se multiplient concernant les semi-conducteurs. La production industrielle devrait donc avoir fortement augmenté lors du trimestre qui s'achève.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,1%	2021 : 3,1%
2022 : 2,5%	2022 : 2,7%

Jusqu'en novembre 2021, l'inflation au niveau du consommateur gagnait 5,2% selon l'indice des prix du bureau statistique fédéral. Les prix de produits de base, de l'essence, du gazole et du gaz ont crû davantage. Dans la cacophonie des observations, on oublie souvent que des effets uniques ont été déterminants dans cette hausse. Les prochains mois verront déjà un fort repli des taux d'inflation. Selon nous, le renchérissement annuel sera encore de 2% mi-2022.

## France

### Des entreprises optimistes

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,8%	2021 : 6,6%
2022 : 3,5%	2022 : 3,8%

Le moral des entreprises françaises s'est sensiblement amélioré au cours du 4<sup>e</sup> trimestre. L'écart s'est récemment creusé avec l'évaluation de la situation par les entreprises allemandes, nettement plus pessimistes. Jusqu'ici, la France est moins touchée par la nouvelle vague que ses voisins d'outre-Rhin et d'outre-Manche. Mais la donne pourrait rapidement changer avec l'arrivée d'Omicron. La dangerosité de ce nouveau variant est encore incertaine. Ainsi, pour la France également, il faut s'attendre à ce que la reprise soit freinée par de nouvelles restrictions. Mais selon nous, les dégâts pour l'économie devraient être moindres que lors des vagues précédentes. Comme ailleurs en Europe, l'alizé des mesures fiscales et monétaires profitant à la conjoncture va faiblir en 2022. Comparés à ses pairs de l'UEM, l'Hexagone et sa croissance pâtiront moins de l'impulsion budgétaire négative attendue. D'après une estimation du FMI, le déficit du solde primaire de la France devrait se réduire de quelque 2,6% du PIB. Pour l'ensemble de la zone euro, la prévision d'impulsion budgétaire négative est de l'ordre de 3% du PIB.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,7%
2022 : 1,9%	2022 : 2,1%

En novembre, l'inflation s'est établie à 2,8% et devrait passer à 2,9% d'ici la fin de l'année, une valeur synonyme de pic du cycle actuel. D'ici 2022, si les prix de l'énergie n'évoluent pas, le taux d'inflation devrait repasser à 1,0%. A moyen terme, elle devrait être proche de la cible de la BCE et osciller autour de 1,8%, soit 0,6% de plus que lors de la décennie précédant la pandémie.

## Royaume-Uni

### Liberté à durée déterminée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,9%	2021 : 7,0%
2022 : 4,2%	2022 : 4,7%

Après qu'en juillet, Boris Johnson a célébré en grande pompe le « Freedom Day » et la fin des restrictions outre-Manche, de nouvelles rôtent. A la vague Delta incontrôlée vient s'ajouter le nouveau variant Omicron, un raz-de-marée déferlant sur le Royaume-Uni. Le pays est exemplaire dans le séquençage de tests et fait état d'infections littéralement exponentielles. Malgré un risque supposé moindre de formes graves, les hospitalisations devraient augmenter en raison de la forte contagiosité d'Omicron. Une étude de l'université d'Oxford révèle en outre que le vaccin d'AstraZeneca, le plus administré outre-Manche, n'offre pas une protection suffisante même après deux doses. Rien d'étonnant donc à ce que le premier ministre annonce une campagne de rappel vaccinal, visant le million d'injections par jour. Les mesures introduites sont déjà très répandues sur le continent (port du masque et passe sanitaire obligatoires pour certaines activités, télétravail recommandé). Leur impact sur l'économie devrait être très limité. Pour l'heure, nous ne révisons donc pas nos prévisions de croissance prudentes pour 2021 et 2022, d'autant plus que l'économie britannique entre dans cette vague avec plus de dynamisme que prévu. Les PMI industriel et des services sont restés ancrés autour des 60 points en novembre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,5%
2022 : 3,7%	2022 : 4,1%

En octobre, le plafonnement public des prix du gaz et de l'électricité a été relevé après l'envolée des prix de gros. L'inflation globale est passée de 3,1% à 4,2% et ne devrait pas atteindre son pic avant mars 2022. La Banque d'Angleterre se trouve donc confrontée au dilemme qui consiste à réagir à la hausse des taux d'inflation et à la pandémie.

## Suisse

### Le franc réduit l'inflation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,5%
2022 : 2,4%	2022 : 3,0%

Deux ans après l'apparition d'un virus inconnu, les traces laissées sur l'économie suisse sont toujours plus visibles : ainsi, la performance des entreprises de l'hôtellerie-restauration au 3<sup>e</sup> trimestre 2021 reste 17% inférieure au niveau pré-crise du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. En revanche, l'industrie pharmaceutique et le commerce de détail ont gagné respectivement 14% et 6% sur la même période. Ces derniers mois, la flexibilité du marché du travail suisse a permis aux employés des secteurs lourdement affectés par la pandémie de se réorienter. La pénurie de main-d'œuvre dans ces secteurs devrait donc s'aggraver. A court terme, la recrudescence de cas et la menace de surcharge des établissements de santé pèsent sur les perspectives de l'économie domestique. Mais ce n'est pas la raison principale de notre prévision prudente de croissance du PIB. Nous nous attendons plutôt à un faiblissement de l'alizé monétaire et budgétaire pour l'économie mondiale dans son ensemble. Nos prévisions sont bien moins optimistes que celles que le SECO vient de publier : s'il prévoit une croissance du PIB de 3,0% et de 2,0% respectivement pour 2022 et 2023, nous prévoyons pour ces mêmes années respectivement 2,4% et 1,2%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,5%
2022 : 0,8%	2022 : 0,8%

La pression inflationniste en Suisse est bien moindre que dans d'autres pays développés. Les prix de l'énergie pèsent moins dans le calcul de l'inflation et l'arrivée sur le marché de nouveaux commerçants de détail étrangers tire les prix vers le bas. Pour l'avenir, l'appréciation du franc suisse face à l'euro sera décisive. Les prix de certains biens importés vont baisser en 2022.

## Japon

### L'automobile de retour

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,8%
2022 : 2,1%	2022 : 3,2%

Malgré les Jeux olympiques, le 3<sup>e</sup> trimestre japonais est à oublier. Une nouvelle vague a incité à la retenue, la consommation des ménages comme les investissements reculant plus que prévu. Nous avons donc dû revoir à la baisse notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année 2021. Mais le 4<sup>e</sup> trimestre donne des signes de croissance. En décembre, l'enquête Tankan révélait une amélioration étonnamment forte du moral des prestataires, notamment dans les secteurs très touchés comme l'hôtellerie et les services aux personnes. Comme dans d'autres pays, Omicron constitue un risque à court terme pour l'économie nipponne. Ironiquement, le retard pris dans la campagne de vaccination pourrait s'avérer positif, car la protection vaccinale de la population est relativement récente. Nous avons relevé notre prévision de PIB pour 2022 : avec l'Allemagne, le Japon est le seul pays où nous estimons possible une accélération de la croissance cette année-là. La principale raison à cela est la résorption des difficultés d'approvisionnement, notamment dans l'automobile. La production mondiale de semi-conducteurs tourne à plein régime et les constructeurs ont annoncé pouvoir augmenter le rythme de production dès le 4<sup>e</sup> trimestre 2021. Dans les faits, la production automobile japonaise renoue avec la croissance en octobre, une première depuis janvier 2021, avec +28% par rapport à septembre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : -0,3%	2021 : -0,2%
2022 : 0,5%	2022 : 0,7%

Là où les consommateurs du monde entier se plaignent de la hausse des prix, les Japonais profitent de la baisse de ceux des biens de consommation, des télécommunications et des services médicaux. L'inflation devrait toutefois faire une incursion en territoire positif en 2022 avec l'accélération de la croissance économique. Nous tablons sur un taux de 0,5% en moyenne.

## Chine

### Assouplissement monétaire

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 7,9%	2021 : 8,0%
2022 : 5,1%	2022 : 5,1%

Le surendettement des promoteurs immobiliers chinois a connu un pic de crise. La notation d'Evergrande, société concernée au premier chef, a été dégradée par Fitch début décembre pour passer à « défaut de paiement », après que le délai de grâce pour un paiement de coupon a expiré. L'Etat tente toujours, par la pression réglementaire, de faire souffler un secteur immobilier hypertrophié, tout en soutenant l'économie domestique dans son ensemble par une politique monétaire expansionniste. Réussira-t-il ce numéro de funambule ? La question reste ouverte. La crise a fait chuter l'activité de construction et les prix de l'immobilier résidentiel, ce qui pourrait induire une faiblesse persistante de la consommation des ménages et des investissements. Le commerce extérieur devrait rester le principal relais de croissance en 2022. La demande mondiale se réveille, les difficultés de capacité se résorbent et les exportations chinoises devraient maintenir leur bon élan du 2<sup>e</sup> semestre 2021 lors du passage à 2022. Il est intéressant de noter que cette bonne performance n'est pas majoritairement le fait de hausse des prix et d'effets de base, mais de volumes en hausse. Malgré le cycle industriel positif, la dynamique pourrait temporiser en début d'année. Outre la persistance du risque pandémique latent, un repli temporaire de la production menace, les autorités cherchant à limiter la pollution pendant les Jeux olympiques d'hiver.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,9%	2021 : 0,9%
2022 : 1,9%	2022 : 2,1%

A rebours de la tendance dans d'autres pays émergents, Pékin a assoupli sa politique monétaire en décembre, abaissant le taux de réserve des banques de 12,0% à 11,5%. L'inflation modérée permettra un nouvel assouplissement. En novembre, du fait d'effets de base, l'inflation est passée de 1,5% à 2,3%, mais en 2022, elle devrait être de seulement 1,9% en moyenne.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife.ch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife.ch



### 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.