

Mars 2022

### A retenir

- Avec la guerre en Ukraine, le malheur et l'incertitude géopolitique frappent l'Europe. Les effets économiques des sanctions sont toutefois faibles en zone euro, car ses exportations vers la Russie sont modestes.
- Le plus gros risque pour l'Europe serait la fermeture du robinet de gaz russe.
- L'inflation est due pour moitié au prix de l'énergie en Europe, mais aux Etats-Unis, elle touche de plus en plus de secteurs.

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

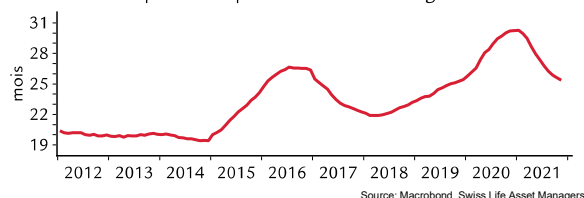
Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 7 février 2022

### Graphique du mois

Russie : réserves de change



Couverture des importations par les réserves de change



La Russie a amassé environ 640 milliards d'USD de réserves de change, aptes à absorber partiellement l'effet de potentielles sanctions économiques. Les dernières sanctions occidentales contre la banque centrale russe pourraient toutefois en rendre une grande partie inaccessible. Dans un scénario à risque, cette mesure sévère pourrait conduire Vladimir Poutine à imposer des contre-mesures et à cesser les livraisons de gaz à l'Occident. Il se pourrait aussi qu'ainsi affaibli, il doive compter d'autant plus sur sa principale source de revenus, à savoir les exportations d'énergie.

## Etats-Unis

### L'inflation se propage

#### Croissance du PIB

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

Outre-Atlantique, la guerre en Ukraine se traduit notamment par une hausse des prix de l'énergie. L'inflation fait déjà des dégâts dans les données économiques: selon une enquête de l'Université du Michigan, l'indice du moral des consommateurs a atteint son plus bas depuis 2011, en dépit de l'embellie sur le marché du travail, les participants déplorant surtout les prix élevés des biens durables. La consommation ne s'est pas effondrée pour autant ; les ventes au détail, en nominal, ont même progressé plus que la moyenne en janvier. Mais attention: ici aussi, l'inflation est à l'œuvre. Les volumes de ventes, une fois corrigés de l'influence des prix, se déplacent latéralement à un niveau élevé depuis mars 2021. Le resserrement de la politique monétaire sera un frein supplémentaire : le taux d'intérêt moyen pour un crédit hypothécaire à taux fixe sur 30 ans, habituellement souscrit pour une maison aux Etats-Unis, est monté depuis le début de l'année de 3,3% à 4,2%. Le marché résidentiel, toujours très actif à l'heure actuelle, devrait perdre un peu de vitesse en 2022. Nous tablons, après un début d'année atone en raison de la pandémie, sur une accélération au deuxième trimestre induite par la consommation de services, qui devrait également tirer profit de l'amélioration constante sur le marché du travail.

#### Inflation

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

L'inflation américaine a surpris positivement en janvier 2022, passant de 7,0% à 7,5%. Les catégories énergie (+27% par rapport à l'année passée) et denrées alimentaires (+7%) sont certes restés des moteurs importants, mais l'inflation sous-jacente (+6%) a également augmenté. L'augmentation des prix des prestations médicales, qui pèsent beaucoup dans l'indice a été particulièrement frappante. Combinée à la hausse étonnamment forte des salaires dans le rapport sur le marché du travail de janvier, la base est ainsi posée pour le premier relèvement des taux par la Fed en mars 2022.

## Zone euro

### Une crise en chasse une autre

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,7%	2022 : 3,9%
2023 : 1,9%	2023 : 2,5%

A peine l'incertitude économique de la pandémie apaisée, vient lui succéder en Europe la vague suivante liée à la guerre en Ukraine. Les sanctions à l'encontre des banques russes, dont leur accès au système de paiement SWIFT, vont sérieusement compliquer les exportations vers la Russie. Celles-ci ont toutefois nettement perdu en importance pour la zone euro et représentaient 0,5% du PIB en 2020, soit une baisse de 50% depuis le pic atteint en 2012. L'Europe serait plus fragile si la Russie utilisait l'approvisionnement en gaz comme moyen de pression. Selon les données du think tank Bruegel, l'approvisionnement par pipeline en provenance de Russie est actuellement de 33% inférieur à celui de 2021. Les importations de gaz liquéfié ont certes doublé par rapport à l'année passée, mais elles ne pourraient probablement pas compenser une nette réduction supplémentaire de l'approvisionnement venant de Russie. Un arrêt des livraisons pourrait entraîner stagflation et rationnement. Même sans aller jusque-là, les prix de l'énergie devraient rester élevés, même s'ils n'ont jusqu'ici que peu impacté la consommation privée. La raison en est le marché du travail, en excellente forme dans la zone euro. L'emploi a déjà dépassé son niveau pré-crise, et le chômage a atteint un nouveau point bas de 7,0% en décembre 2021.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,5%	2022 : 3,9%
2023 : 2,0%	2023 : 1,7%

L'inflation n'a, contrairement aux attentes, pas baissé en janvier dans la zone euro, mais a continué d'augmenter, passant de 5,0% à 5,1%. Une bonne moitié de l'inflation est imputable aux prix plus élevés de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente a légèrement baissé, de 2,6% à 2,3%. La pression salariale est encore faible, mais devrait se renforcer en 2022. Des prix de l'énergie durablement élevés et les efforts pour s'affranchir rapidement de la dépendance au gaz russe augmentent, de court à moyen terme, d'un régime d'inflation élevée qui nous pousse à réviser en conséquence nos prévisions pour 2022 et 2023.

## Allemagne

### Délais de livraison plus courts

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,4%	2022 : 3,5%
2023 : 2,0%	2023 : 2,7%

Sans le gros point d'interrogation de la guerre en Ukraine – notamment la menace de l'arrêt de l'approvisionnement en gaz russe – les perspectives pour l'économie allemande seraient indéniablement bonnes. Il est de plus en plus clair que la dynamique dans l'industrie allemande va nettement s'accélérer. Les commandes en provenance des marchés étrangers ont fortement augmenté selon le PMI. C'est toutefois la surprenante progression dans le tertiaire, plus fortement orientée vers le marché intérieur, qui pèse le plus à court terme. Les résultats provisoires de l'enquête PMI affichent pour février la valeur la plus élevée depuis août 2021 pour ce secteur. L'assouplissement imminent des dernières mesures d'endiguement encore en place devrait causer une nette poussée de croissance au deuxième trimestre. Les sanctions contre Moscou pourraient affecter davantage l'Allemagne que d'autres pays, car ses exportations vers la Russie représentent 0,7% du PIB. Mais un revirement de la politique budgétaire se dessine, le gouvernement ayant alloué des fonds généreux à l'armement et souhaitant redoubler d'efforts pour s'affranchir de la dépendance au gaz russe, p. ex. en construisant des terminaux de gaz naturel liquéfié.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,8%	2022 : 3,4%
2023 : 2,1%	2023 : 1,9%

Le renchérissement annuel a certes baissé de 5,3% à 4,9% en janvier, toutefois ce recul a été nettement moins prononcé que nous nous y attendions. L'inflation demeure due en grande partie aux prix de l'énergie. Les valeurs de février du PMI envoient des signaux de détente : la valeur concernant les délais de livraison n'avait plus été aussi bonne depuis décembre 2020. Une spirale d'augmentation des prix et des salaires ne s'est pas encore mise en marche. Jusqu'à janvier 2022, les salaires conventionnels n'avaient augmenté que de 1,1% par rapport à l'année précédente.

## France

### Macron tient sa promesse

#### Croissance du PIB

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

Avec la fin prévisible des mesures de lutte contre la pandémie, les élections présidentielles reprennent le devant de la scène. Le bilan des promesses électorales faites par Emmanuel Macron lui vaut un bon bulletin : ainsi, le taux de chômage en France métropolitaine à fin 2021 était de 7,2%, soit à peine plus que l'objectif des 7% auquel Emmanuel Macron s'était engagé vis-à-vis des électeurs français il y a cinq ans. Lorsqu'il a entamé son mandat, le taux de chômage était encore de 9,2%. A court terme, le momentum conjoncturel demeure intact, comme en témoignent notamment les valeurs provisoires du PMI industriel et des services, toutes deux en nette hausse en février, avec pour le tertiaire un pic inégalé depuis janvier 2018. La persistance de cet élan au cours des mois à venir dépend moins de l'évolution de la pandémie que de la situation dangereuse qui entoure l'Ukraine. L'évolution de ce conflit est actuellement si incertaine qu'une estimation des conséquences économiques à moyen terme est extrêmement difficile.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 2,6%
2023 : 1,8%	2023 : 1,5%

C'est toujours essentiellement les prix de l'énergie qui induisent une inflation élevée persistante. De légers signaux de détente proviennent de l'industrie manufacturière où, selon les valeurs de février de l'enquête auprès des directeurs d'achats (PMI), les prix des intrants ont moins augmenté par rapport aux mois précédents. La grande inconnue demeure l'évolution des prix des énergies fossiles. Pour l'heure, ces données devraient être supérieures aux attentes du fait de la guerre en Ukraine ; nous avons donc révisé nos prévisions à la hausse.

## Royaume-Uni

### Une nouvelle année dynamique

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,2%	2022 : 4,3%
2023 : 1,9%	2023 : 2,0%

L'économie britannique a terminé l'année 2021 dans une bien meilleure posture que la plupart des économistes ne le pensaient. Il y a un an, nous partions du principe que le PIB britannique présenterait encore au quatrième trimestre 2021 un retard de 2,9% par rapport au niveau d'avant la crise. En fait, il ne s'élevait qu'à 0,4%. Des mesures d'ouverture rapides et étendues ainsi qu'un faible poids du secteur industriel, aux prises avec des problèmes de livraison au niveau mondial, y ont contribué. Les premiers chiffres pour la nouvelle année laissaient présager que le Royaume-Uni pourrait maintenir l'essor durant cette nouvelle année. En janvier, les ventes au détail se sont mieux remises que prévu du mois de décembre atone dû à la pandémie et les chiffres provisoires du PMI pour février laissent présager une nette accélération dans le secteur des services ainsi qu'une forte croissance dans le secteur industriel. Le volet relatif à l'emploi, qui se trouve depuis trois mois à un niveau plus élevé que dans les autres grands pays industrialisés et qui indique un manque persistant de main-d'œuvre, est particulièrement frappant dans le PMI des services.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,8%	2022 : 5,4%
2023 : 2,7%	2023 : 2,7%

Le manque de main-d'œuvre se traduit par une forte hausse des salaires. Selon les chiffres les plus actuels de décembre, le salaire moyen a progressé de 4,3% par rapport à l'année précédente, rémunérations variables comprises. La hausse a été particulièrement forte dans le secteur des services avec 4,7%. Ceci devrait contribuer à une inflation plus élevée des prix à la consommation en 2022. Les récentes fortes révisions à la hausse du taux d'inflation pour 2022 sont cependant principalement imputables aux prix de l'énergie. L'autorité de réglementation Ofgem a annoncé qu'elle relèverait le plafond de prix pour l'électricité et le gaz au 1<sup>er</sup> avril de 54%, ce qui est considérable. Nous estimons donc que l'inflation atteindra son niveau maximal du cycle en avril 2022 à 7,6%.

## Suisse

### Hausse retardée de l'inflation ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,6%	2022 : 2,9%
2023 : 1,4%	2023 : 1,9%

La première estimation officielle du PIB suisse pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2021 affiche une croissance trimestrielle de 0,3%, parfaitement conforme à notre prévision. Avec de légers ajustements des données des trimestres précédents, la croissance du PIB réel en 2021 s'inscrit à 3,7%. En décembre, la vague Omicron a provoqué un ralentissement de la dynamique de l'économie nationale, qui a persisté jusqu'à la mi-février. La levée quasi totale des mesures d'endiguement à la troisième semaine de février devrait induire à court terme une accélération de l'activité économique nationale. Soulignons toutefois que la création de valeur des secteurs concernés par l'obligation de présenter un certificat dans la restauration et le divertissement est faible en comparaison. Il faut également se demander si ces secteurs pourront exploiter pleinement leur potentiel au cours des mois à venir. Un manque de main-d'œuvre pourrait sonner le glas de telles espérances. Nos prévisions concernant la croissance du PIB pour cette année et la suivante demeurent prudentes en comparaison.

#### Inflation

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

A 1,7%, le renchérissement annuel a atteint en janvier le niveau le plus élevé depuis octobre 2008. Néanmoins, l'inflation reste faible en Suisse par rapport aux autres pays et elle demeure conforme à la marge de fluctuation de 0% à 2% visée par la Banque nationale suisse. Une caractéristique frappante de la mesure de l'inflation en Suisse est la part importante de prix fixés par les autorités pour les biens et services dans le panier de l'indice des prix à la consommation du pays. Jusqu'à présent, cela a eu un effet d'amortissement sur les prix, particulièrement ceux de l'électricité. Des coûts plus élevés pourraient toutefois être répercutés avec un retard sur les consommateurs finaux, même pour les prix fixés par l'administration.

## Japon

### Les frontières s'ouvrent

#### Croissance du PIB

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

Le Japon semble endurer la pandémie en différé. Si la vague Omicron semblait franchie début février, des chiffres d'infections élevés pour le Japon ont provoqué un nombre de décès par jour liés au Covid encore jamais atteint jusqu'à présent depuis le début de la pandémie. De plus, la campagne de boosters vient à peine de commencer et, alors que la plupart des mesures sont supprimées ailleurs, au Japon, l'on se réjouit déjà du fait qu'à partir du mois de mars, les voyageurs d'affaires et les étudiants pourront de nouveau voyager dans le pays pour la première fois depuis le début de la pandémie. Pendant ce temps, la reprise de l'économie progresse au ralenti. Le PIB n'a progressé en moyenne que d'à peine 0,2% par trimestre au cours de l'année 2021 et, à la fin de l'année, il subsistait un écart de 0,2% par rapport au niveau d'avant la crise. Le début d'année 2022 ne promet pas grand-chose de bon : l'indice des directeurs d'achats (PMI) pour le secteur industriel a reculé pour s'établir à 52,9 en février, principalement en raison de chiffres de production plus faibles. Le PMI pour les services a dévissé en février pour s'établir à 42,7, la valeur la plus faible depuis mai 2020 et bien en dessous du seuil de croissance de 50. Dans différentes préfectures, des assouplissements se profilent toutefois à l'horizon, ce qui devrait progressivement générer de meilleures données économiques après l'hiver dominé par le coronavirus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,0%	2022 : 1,0%
2023 : 0,4%	2023 : 0,7%

L'inflation ne s'élevait qu'à 0,5% en janvier au Japon et concerne actuellement surtout les secteurs de l'énergie et des denrées alimentaires. La variante japonaise de l'inflation sous-jacente, qui exclut les denrées alimentaires périssables et l'énergie, en revanche encore affaiblie vers la déflation (-1,1%). Puisque la croissance des salaires est légèrement tombée en terrain négatif, la Banque du Japon n'a pas la moindre raison de changer de cap en matière de politique monétaire.

## Chine

### La Chine fête les Jeux olympiques

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,0%	2022 : 5,0%
2023 : 5,1%	2023 : 5,2%

La Chine a récemment célébré la clôture des Jeux olympiques d'hiver, au cours desquels la nation a remporté neuf médailles d'or, quatre de plus que l'ancien record de cinq médailles d'or à Vancouver en 2010. D'un point de vue économique, il est positif que les Jeux olympiques soient arrivés à leur terme sans flambée majeure de Covid qui aurait pu mener à des mesures de confinement de grande envergure. La Chine a ainsi prouvé une fois de plus que ses mesures de contrôle strictes pouvaient endiguer avec succès une propagation du virus. Néanmoins, la rigoureuse politique zéro Covid pèse sur l'économie nationale. Durant les fêtes du nouvel an, différentes provinces ont invité les gens à ne pas quitter leur ville. Des données à haute fréquence montrent que les déplacements n'ont que légèrement augmenté par rapport à l'année précédente et se situaient quelque 50% en dessous du niveau d'avant la crise. En outre, les arrêts régionaux de la production avant les Jeux olympiques d'hiver ont pesé sur l'activité manufacturière, si bien que le PMI Caixin Industrie est tombé à 49,1 en janvier. La guerre en Ukraine menace les perspectives de la croissance chinoise. Si le conflit venait à s'envenimer sérieusement et l'économie européenne à ralentir nettement, la Chine pourrait en ressentir les effets, ses exportations vers l'UE représentant presque 3% de son PIB.

#### Inflation

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

Contrairement à ce qui se produit dans la plupart des autres grandes économies, l'inflation ne pose pas de problème en Chine. En janvier, elle s'élevait à 0,9%, donc nettement en dessous de la valeur cible de 3%, ce qui donne une marge de manœuvre aux autorités pour une baisse supplémentaire des taux directeurs. Les prix à la production ont également baissé, passant de 10,3% à 9,1%. Cela réduit la pression sur les producteurs pour qu'ils répercutent les coûts sur les clients.

## 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.