

Avril 2022

A retenir

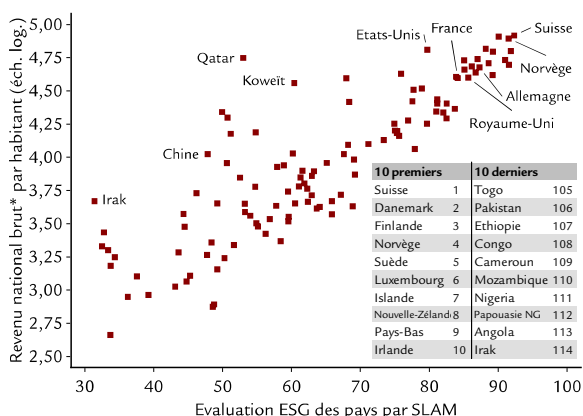
- La guerre en Ukraine et les sanctions affectent bien plus fortement la zone euro que les Etats-Unis
- Le mix croissance/inflation devrait se dégrader en 2022, avec la stagflation comme scénario de risque
- Regain partiel de tension sur l’approvisionnement, les confinements en Chine comme risque supplémentaire

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 14 mars 2022

Graphique du mois



Notre dernière évaluation ESG interne en date pour 114 pays classe la Suisse à la première place, suivie par le Danemark. L'Irak et l'Angola sont les lanternes rouges. La valeur ESG est fortement corrélée avec les mesures économiques traditionnelles telles que le revenu national brut (RNB)* par habitant. Mais il faut souligner que les principaux pays producteurs de pétrole, ainsi que la Chine, la Turquie et les Etats-Unis, affichent une valeur ESG basse relativement à leur RNB. Par rapport à d'autres pays développés, les Etats-Unis s'en sortent particulièrement mal dans le domaine social, notamment quant à la discrimination des minorités et à l'accès à l'éducation et aux soins.

Etats-Unis

Peu d'effet des sanctions

Croissance du PIB

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

La guerre en Ukraine creuse le fossé économique entre les Etats-Unis et l'Europe. Les sanctions touchent peu les Etats-Unis, car ils exportent très peu vers Moscou et ne dépendent pas de l'énergie russe. La production de pétrole américaine pourrait suffire à couvrir la demande intérieure, et le gaz naturel liquéfié leur permet d'être exportateurs net de cette ressource. En cela, la hausse des prix de l'énergie n'est donc pas un choc exogène pour l'économie américaine. Le secteur de l'énergie enregistre même des flux de trésorerie colossaux, la distribution des bénéfices primant pour l'heure sur les investissements. Néanmoins, ces derniers devraient progressivement augmenter et la production des industries en amont (activités de forage p. ex.) est en hausse. L'industrie dans son ensemble a également progressé, d'après le PMI de mars. Contrairement à l'Europe, les nouvelles demandes affluent et la production repart, et la situation côté chaîne d'approvisionnement se détend légèrement. Les ménages restent les victimes de l'inflation élevée et persistante. En base réelle, les ventes au détail stagnent, et la nouvelle hausse des taux hypothécaires devrait freiner l'immobilier en 2022. Nous avons légèrement abaissé notre prévision de croissance pour 2022, de 3,5% à 3,3%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 6,8%	2022 : 6,6%
2023 : 2,9%	2023 : 3,0%

En février, l'inflation américaine a atteint 7,9%, et le pic cyclique devrait être pour mars, avec 8,7%. L'évolution future de l'inflation globale est conditionnée à celle des prix de l'énergie. Si la guerre ne déborde pas sur d'autres pays et qu'il n'y a pas d'embargo sur le pétrole et le gaz russes, les prix devraient se stabiliser et les taux d'inflation progressivement refluer en raison de l'effet de base. Mais l'inflation sous-jacente restera suffisamment élevée (env. 4% à 5% au 2^e semestre 2022) pour que la Fed maintienne son resserrement.

Zone euro

Stagflation : le scénario de risque

Croissance du PIB

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

Afin d'évaluer les conséquences économiques de la guerre en Ukraine, nous travaillons sur trois scénarios alternatifs outre le « *worst case* », en supposant que le conflit reste contenu à cette zone géographique. Pour l'Europe, la question clé reste le maintien des livraisons de gaz russe ces neuf à douze prochains mois, ou leur arrêt par l'une des parties. A court terme, l'arrêt de l'approvisionnement représente un risque considérable pour la conjoncture. Une des conséquences en serait la nécessité d'un rationnement du gaz pour l'hiver prochain. Les salaires ne suivant pas l'évolution des prix, il faut s'attendre dans ce scénario à un recul de la demande côté consommateurs. Contrairement aux Etats-Unis, une éventuelle stagflation dans les pays de la zone euro n'aurait pas pour origine un durcissement excessif de la politique monétaire. Actuellement, nous jugeons la probabilité du scénario « arrêt complet » d'environ 25%. Un risque économique qui déclinera à mesure de la réduction de la dépendance au gaz russe.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 5,6%	2022 : 5,7%
2023 : 2,2%	2023 : 2,1%

Contrairement au début de la pandémie, la BCE est mise sous pression pour se décider à agir face au risque croissant d'inflation. En observant le marché des emprunts indexés sur l'inflation, on voit que les prévisions d'inflation à long terme ont, pour l'heure du moins, perdu en assise : alors qu'avant le début de la guerre, le point mort d'inflation moyen pour les dix prochaines années était encore inférieur à l'objectif de la BCE de « proche de, mais inférieur à 2% », il atteint aujourd'hui 2,7% pour l'Allemagne et la France.

Allemagne

Le moral encore en berne

Croissance du PIB

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

Le Charybde de la pandémie et des difficultés d'approvisionnement à peine vaincu, voilà que Scylla guette la conjoncture allemande. La consommation d'électricité indique un ralentissement de la production industrielle en mars. Les économistes sont unanimes : parmi les économies citées dans cette publication, l'Allemagne est la plus concernée par la guerre à l'est. L'abaissement des prévisions de croissance du PIB a également été net par rapport au mois précédent : pour 2022, celle du consensus est désormais d'une croissance réelle de 2,4%, contre 3,5% un mois plus tôt. Le pessimisme ambiant est également perceptible dans le moral des entreprises ou des consommateurs. Selon GfK, ce dernier est au plus bas depuis février 2021. Il convient toutefois de distinguer indicateurs de moral de ceux mesurant l'activité effective : les dernières données de l'indice ifo du climat des affaires le démontrent clairement. Les chiffres quant à la situation des entreprises (activité) évoluent latéralement, alors que ceux des perspectives commerciales (moral) se sont effondrés.

Inflation

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

Grande première : en l'espace d'un seul mois, la prévision de taux d'inflation moyen du consensus pour l'année en cours a gagné 1,8 point de pourcentage, pour atteindre 5,2%. Nous n'allons pas si loin dans nos corrections. Mais il faut admettre que notre scénario de référence prévoyait pour l'essentiel des prochains trimestres un taux d'inflation durablement supérieur à la cible stratégique de la BCE de 2%. L'évolution durable des taux d'inflation à long terme va donc alimenter les négociations salariales à venir, et les signes en ce sens se multiplient.

France

Un marché du travail différent

Croissance du PIB

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

Ces derniers temps, la guerre en Ukraine éclipse le premier tour de l'élection présidentielle en France. L'évolution sur le front de la politique extérieure devrait augmenter les chances du locataire de l'Elysée de renouveler son bail. Emmanuel Macron peut toutefois se targuer d'avoir tenu ses promesses, notamment sur les réformes du marché du travail. Ces mesures ont permis d'atteindre un taux de chômage inférieur de 2% par rapport à son arrivée au pouvoir. Le chômage des jeunes a en particulier nettement reculé : depuis 2017, le nombre de jeunes en apprentissage a progressé de plus de 50%. La probabilité d'embauche au sortir de l'apprentissage est élevée. L'économie hexagonale se montre robuste malgré l'actualité géopolitique troublée. A indicateurs comparables, le moral des entreprises a moins chuté que chez le voisin allemand, et dans le secteur tertiaire en particulier, on n'enregistre jusqu'ici aucun recul de la demande. Des indicateurs à haute fréquence comme les données de Google sur la durée de séjour dans les commerces et autres sites de loisirs sont repartis à la hausse dans la seconde quinzaine de mars.

Inflation

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

En France, le débat public s'est emparé de l'inflation avec un certain retard. Désormais, selon une enquête de l'Insee auprès des ménages français, le nombre de personnes s'attendant à une inflation en hausse sur les douze prochains mois n'a jamais été aussi élevé depuis 1971 et le début des enquêtes. La baisse du pouvoir d'achat sera donc au cœur du débat électoral. Le gouvernement a réagi en plafonnant les prix de l'essence, c'est pourquoi la prévision d'inflation pour l'année en cours est moins élevée pour la France que pour les autres pays européens.

Royaume-Uni

Optimisme des prestataires

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,9%	2022 : 3,9%
2023 : 1,8%	2023 : 1,6%

Des qualificatifs courants comme « Londongrad » suggèrent que la patrie du Brexit pourrait être très affectée économiquement par les sanctions contre Moscou. Cela nous paraît improbable. En termes économiques réels, la situation est comparable à celle des Etats-Unis : autosuffisance importante en gaz et pétrole, et faible poids des exportations vers la Russie. Les PMI de l'industrie ont certes, contrairement au cousin américain, nettement fléchi en mars, mais les entreprises n'y voient là qu'une faiblesse temporaire. Contrairement au continent, l'industrie britannique reste optimiste à moyen terme. Et point encore plus important : le PMI des services, poids lourd de l'économie britannique, signe une nouvelle hausse en mars (à 61,0 points), surpassant même celui des Etats-Unis. Comme outre-Atlantique, l'inflation et la hausse des taux vont freiner la consommation des ménages ; malgré sa rhétorique récemment plus prudente, la Banque d'Angleterre va maintenir le cours du resserrement. Point positif toutefois, les salaires et leur somme (du fait de l'emploi en hausse) vont augmenter et absorber en partie l'effet négatif de l'augmentation des prix. Nous avons légèrement abaissé notre prévision de croissance du PIB pour 2022, de 4,2% à 3,9%.

Inflation

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

L'inflation s'étend au Royaume-Uni, en février, l'inflation globale a gagné +0,7 point de pourcentage à 6,2%. Les prix de l'énergie ne sont pas en cause. La surprise est venue de l'inflation sous-jacente qui, ignorant superbement l'énergie et les denrées alimentaires, signe à nouveau une forte hausse (+0,8 point de pourcentage, à 5,2%). C'est le reflet de la dynamique positive dans le tertiaire et surtout de la forte croissance des salaires (+4,8%). Ainsi, la baisse du salaire réel est actuellement moins sévère outre-Manche qu'outre-Atlantique ou en Allemagne par exemple.

Suisse

Dynamique industrielle freinée

Croissance du PIB

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

A l'inverse d'autres régions, aucun indicateur du moral des ménages suisses, qui permettrait de tirer des conclusions sur le comportement futur des entreprises ou des consommateurs face à la guerre en Ukraine, n'est disponible à l'heure où nous écrivons. Les indicateurs existants pour l'économie réelle signalent que le comportement de consommation n'est pas entravé et p. ex., l'activité de déplacement international mesurée par les vols au départ de Zurich est restée stable. L'indicateur relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO pointe vers un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Selon le SECO, la responsabilité en incombe principalement au secteur pharmaceutique, fortement touché par la hausse des prix de l'énergie et de nouvelles difficultés d'approvisionnement. Il faut toutefois garder à l'esprit que la réussite à l'export de ce secteur a nourri les records d'exportations en février. La Suisse a pris des mesures contre la Russie, mais leur effet sur la marche des affaires dans les secteurs particulièrement exposés est pour l'heure inconnu. Ces dernières années, le commerce transitaire des matières premières a contribué de manière disproportionnée au PIB suisse relativement au nombre d'employés.

Inflation

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

A 2,2% en février 2022, le renchérissement annuel a dépassé pour la première fois depuis 2008 la limite supérieure de la cible de la Banque nationale suisse (de 0% à 2%). Selon nos calculs, le taux d'inflation a même atteint 2,5% en mars, ce qui devrait être le pic du cycle actuel. Seule une nouvelle hausse des prix des matières premières à la suite d'un embargo sur le gaz russe nous amènerait à attendre temporairement des taux d'inflation de 3% à 5% dans la région.

Japon

Choc des termes de l'échange

Croissance du PIB

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

La forte incertitude géopolitique touche le Japon, même si le pays est éloigné du théâtre des opérations. Primo, et depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le Japon n'a pas d'accord de paix avec la Russie, et les deux pays se disputent l'archipel des Kouriles, où Moscou a récemment lancé des exercices militaires d'envergure. Secundo, la Corée du Nord a récemment lancé un nouveau missile intercontinental, qui s'est abîmé à seulement 150 kilomètres des côtes, dans la zone économique exclusive du Japon. Economiquement, Tokyo est principalement concernée par les prix de l'énergie, mais ses exportations vers la Russie ne représentent que 0,1% du PIB. Le Japon dépend totalement de l'étranger pour les énergies fossiles, il est en outre le plus grand importateur mondial de gaz naturel liquéfié. Tokyo se refuse certes à tout nouvel accord énergétique avec Moscou, mais s'en tient pour l'instant aux projets existants en Russie, notamment par crainte que la Chine ne s'engouffre dans la brèche. Par rapport à l'exercice précédent, les prix à l'importation signent +34%, ceux à l'exportation seulement +12%. Cette dégradation des termes de l'échange génère des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages et une compression des marges pour les sociétés. Pour 2022, nous avons donc déjà abaissé notre prévision déjà prudente, de 2,2% à 2,1%. En 2022, le Japon devrait donc afficher la plus faible croissance parmi les pays industrialisés.

Inflation

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

En février, l'inflation est passée de 0,5% à 0,9%, et devrait franchir les 2% en avril, une première depuis 2014 après la dévaluation du yen et la hausse de l'impôt sur la consommation. Le récent repli du yen aide, mais l'inflation reste portée par l'énergie et les denrées alimentaires. La variante japonaise de l'inflation sous-jacente, qui exclut les biens périssables et l'énergie, est restée en territoire négatif en février (-1,1%).

Chine

Equilibrisme diplomatique

Croissance du PIB

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

Au milieu de la guerre en Ukraine, Pékin tente une prouesse de diplomate funambule. En résumé, elle poursuit une orientation politique vis-à-vis de la Russie tout en cherchant à entretenir de solides relations commerciales avec l'Occident. La Russie est un important fournisseur de matières premières pour la Chine. La demande chinoise en gaz naturel va augmenter considérablement au fil des années, le pays voulant à long terme réduire son empreinte carbone. En parallèle, des relations commerciales solides avec l'Occident sont capitales, la Chine ayant bien plus à perdre d'une dégradation de ses relations avec Washington et Bruxelles qu'avec Moscou. Jusqu'ici, la Chine s'en tient donc strictement au cadre de sanctions décidé par l'Occident. L'économie est sous la menace de l'incertitude géopolitique alliée à la pandémie. Le nombre de cas de covid flambe et des mesures de confinement ont été prises dans villes économiquement stratégiques comme Shenzhen et Shanghai. Tant que ces mesures resteront limitées dans le temps, les effets économiques et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales devraient rester maîtrisables. Il existe toutefois un risque que la propagation du covid devienne incontrôlable et que des mesures plus radicales soient prises. Malgré des incitations monétaires et budgétaires renforcées, nous nous en tenons à notre prévision de croissance de 5% pour 2022.

Inflation

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

La guerre en Ukraine et la hausse des prix des matières premières n'impacteront qu'à la marge les prix à la consommation en Chine. Sur le plan alimentaire, le pays est majoritairement autonome. Les prix de l'énergie tireront vers le haut les prix à la production. Les entreprises paient le plus lourd tribut ici et ne répercutent pas massivement cette hausse sur les consommateurs.

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.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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.