

Juillet 2022

## A retenir

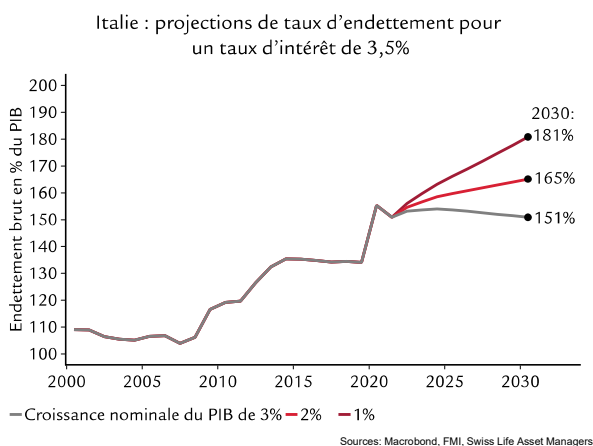
- Après les faibles résultats des enquêtes des ménages et des entreprises, les craintes de récession grandissent
- La hausse des taux nourrit l'inquiétude quant aux dettes publiques européennes, poussant la BCE à agir
- Les risques d'inflation restent à la hausse, la situation des livraisons de gaz russe se dégrade

## 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	2,5% ↓	2,6% ↓	1,4% ↓	1,8% ↓	8,3% ↑	7,7% ↑	3,8% ↑	3,6% ↑
Zone euro	2,9% ↑	2,8% ↑	1,8% ↓	2,0% ↓	7,1% ↑	7,2% ↑	3,1% ↑	3,2% ↑
Allemagne	1,8% ↓	1,8% ↓	2,0% ↓	2,1% ↓	7,0% ↑	6,9% ↑	3,4% ↑	3,4% ↑
France	2,5% ↓	2,5% ↓	1,4% ↓	1,6% ↓	4,7% ↑	5,0% ↑	2,6% ↑	2,6% ↑
Royaume-Uni	3,5% ↓	3,5% ↓	0,4% ↓	0,8% ↓	8,1% ↑	8,5% ↑	4,9% ↑	5,2% ↑
Suisse	2,5%	2,5% ↓	1,2%	1,6% ↓	2,4% ↑	2,3% ↑	1,3% ↑	1,2% ↑
Japon	1,5% ↓	1,7% ↓	1,6%	1,9%	2,0% ↑	1,9% ↑	1,0% ↑	1,2% ↑
Chine	4,3%	4,3% ↓	5,2%	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, 13 juin 2022

## Graphique du mois



Le revirement des taux est là, et la question d'une nouvelle crise de la dette de la zone euro se pose. La différence de rendement (« spread » ou écart) entre les obligations d'Etat italiennes et allemandes s'est creusée et a poussé la BCE à l'action, elle qui souhaite contrer la « fragmentation » de la zone euro. La croissance nominale déterminera si l'endettement italien au taux d'intérêt actuel de 3,5% sur les emprunts à 10 ans perdrera. En supposant que le budget italien retrouve un excédent primaire en l'espace de cinq ans, Rome aurait besoin d'une croissance réelle de 1% et d'une inflation de 2% (soit une croissance nominale de 3%) pour stabiliser son taux d'endettement.

## Etats-Unis

### Consommer à tout prix ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,6%
2023 : 1,4%	2023 : 1,8%

La consommation privée représente près de 70% du PIB américain, elle est donc déterminante pour l'évolution de la conjoncture. La situation des ménages devrait être favorable, surtout si on la compare à 2008. Depuis la crise financière, le patrimoine de toutes les catégories de revenus relativement à l'endettement a nettement progressé. Pendant la pandémie, les ménages ont en outre accumulé de colossales réserves de liquidités grâce au soutien de l'Etat fédéral. Actuellement, les catégories de revenus inférieures en particulier profitent d'un marché de l'emploi très tendu et d'une hausse des salaires d'environ 7%. Mais cette croissance n'efface pas pleinement l'inflation, et les salaires réels sont en repli depuis 2020. En conséquence, les consommateurs financent de plus en plus leurs dépenses en puisant dans leur épargne et en s'endettant davantage. En avril, le taux d'épargne était de 4,4% en avril, un niveau historiquement bas. Selon les estimations, le repli actuel de ce taux pourrait durer au moins jusqu'en 2023 grâce aux économies réalisées lors de la pandémie. Mais la baisse du moral des ménages pourrait toutefois freiner la consommation avant. La multiplication du recours au crédit à la consommation pourrait aussi être problématique. Même si les taux de défaillance restent faibles jusque-là, les couches de revenus inférieures s'inquiètent de plus en plus de leur solvabilité. Le risque d'une récession survenant plus tôt que prévu est donc élevé, et très peu d'analystes misent sur un atterrissage en douceur.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,3%	2022 : 7,7%
2023 : 3,8%	2023 : 3,6%

Après un léger repli en avril, l'inflation américaine a de nouveau surpris par sa hausse, atteignant un nouveau pic à 8,6%. L'augmentation des prix de l'énergie et de l'alimentation est à nouveau en cause, mais aussi celle très nette des billets d'avion et des loyers. Nous relevons donc notre prévision de trajectoire des prix de l'énergie pour les prochains mois.

## Zone euro

### La BCE perfuse toujours

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,9%	2022 : 2,8%
2023 : 1,8%	2023 : 2,0%

Les prochains jours marqueront l'anniversaire de la promesse de Mario Draghi, alors président de la BCE, que celle-ci sauverait l'union monétaire, à n'importe quel prix. Pile pour l'anniversaire du pic de la crise de la dette européenne, tous les yeux sont rivés sur Francfort. Parmi les grandes banques centrales, à l'exception notoire de la nipponne, la BCE sera la dernière à devoir opérer un revirement de taux dès juillet. Sur les marchés financiers, la seule perspective de cette mesure a entraîné un net creusement des écarts de crédit pour les emprunts des pays membres méridionaux. L'Italie en particulier a affronté un sérieux vent de face à court terme. Ironie de l'histoire, Mario Draghi est entretemps devenu président du Conseil des ministres d'Italie, qui dépend du soutien... de la BCE. La structure de « l'outil anti-fragmentation » de la BCE revêt une importance toute particulière également dans la perspective des élections générales italiennes en 2023. Compte tenu de la forte inflation et de la hausse de la pression salariale, les hausses de taux par la BCE sont inévitables. Et ce même si les perspectives économiques de la zone euro continuent de s'assombrir. Cela étant, la détente des difficultés logistiques est un stimulus positif. Certains grands constructeurs automobiles ont pu relancer leur production.

#### Inflation

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

Les prix de l'énergie maintiennent une forte pression. L'attentisme de la BCE jusqu'à présent a entraîné un euro faible, et donc des prix à l'importation plus élevés et une pression inflationniste supplémentaire. Même dans l'attente de relèvements de taux et d'une dynamique économique fléchissante, le taux d'inflation ne retombera pas sous 2% avant mi-2024.

## Allemagne

### Une déception chasse l'autre

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,8%	2022 : 1,8%
2023 : 2,0%	2023 : 2,1%

Trouver une bonne surprise dans les données économiques allemandes du mois dernier, c'est chercher une aiguille dans une botte de foin. En avril, les ventes au détail se sont effondrées et la production industrielle a crû moins que prévu. Les attentes selon l'indice ifo n'ont pas maintenu leur légère amélioration du mois précédent. Le PMI de juin a également déçu sur toute la ligne. Certes, il est resté en territoire positif dans le secondaire comme le tertiaire, mais il a reculé bien plus que prévu. La chute continue des commandes dans l'industrie, au plus bas depuis 2020, est particulièrement préoccupante. Les prestataires de services ne sont guère mieux lotis et sont passés sous le seuil de croissance. Toutefois, cela pourrait être imputable à une normalisation de la dynamique à la suite de la réouverture de l'économie. La pression sur les prix reste élevée, même si une certaine tendance à la détente est perceptible. Globalement, les délais de livraison continuent de s'améliorer. Face à la baisse des livraisons de gaz russe, le ministre allemand de l'Economie Robert Habeck a activé le niveau deux sur trois du seuil d'urgence, les stocks de gaz pour l'hiver étant en danger selon lui. Une dégradation sur ce front constitue toujours le principal risque de récession pour l'Allemagne.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 7,0%	2022 : 6,9%
2023 : 3,4%	2023 : 3,4%

Les chiffres de l'inflation allemande ont été publiés après la clôture de la rédaction. Le consensus prévoit une nouvelle hausse et un taux de 8,0%, proche de notre prévision de 8,1%. Ces prochains mois, les prix de l'énergie resteront un risque important de hausse en cas de baisse des livraisons de gaz russe. Sans entrer dans le détail, Robert Habeck a promis d'aider les ménages qui pâtiront de la hausse inévitable des coûts du chauffage.

## France

### Toujours plus de morosité

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,5%	2022 : 2,5%
2023 : 1,4%	2023 : 1,6%

Le mois dernier, la plupart des données publiées pointent vers un nouvel assombrissement de la conjoncture. Ainsi, le moral des ménages a atteint son plus bas depuis 2013. L'incertitude actuelle est plus forte que le malaise ressenti pendant le confinement ou au plus fort des manifestations des gilets jaunes. Protéger le pouvoir d'achat est la priorité absolue des ménages, et la pression sur les employeurs et les acteurs politiques pour répondre aux exigences salariales va croissant. Une situation qui correspond à l'incertitude géopolitique et peut-être également à l'impasse née des élections législatives, qui n'ont pas dégagé de majorité claire. Toutefois, dans l'évaluation des conditions-cadres économiques, il faut opérer une distinction entre la perception de la situation et sa réalité objective. Par exemple, le marché du travail est en bien meilleure posture que le moral des ménages le laisse supposer : le taux de chômage n'a jamais été aussi bas en vingt ans. Les enquêtes dans l'industrie manufacturière révèlent que les entreprises ont récemment regagné en confiance quant à l'évolution de leurs affaires. Les perspectives du secteur touristique français sont également positives. Dans ce contexte, les craintes de récession sont donc prématurées.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 4,7%	2022 : 5,0%
2023 : 2,6%	2023 : 2,6%

Malheureusement, les chiffres de l'inflation en juin n'étaient pas disponibles à la clôture de la rédaction de ce document. Il faut toutefois s'attendre à ce qu'elle ait encore augmenté. Les prestataires de services restent aptes à imposer leur pouvoir accru de fixation des prix. En outre, les données de la Commission européenne révèlent une nouvelle hausse, de 11%, des prix des carburants par rapport à mai.

## Royaume-Uni

### Une récession à l'horizon ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,5%	2022 : 3,5%
2023 : 0,4%	2023 : 0,8%

Les investisseurs britanniques aussi s'inquiètent de plus en plus d'une récession à venir. La Banque d'Angleterre tire sur les rênes de la politique monétaire, l'inflation record érode le pouvoir d'achat des ménages et la consommation recule, tout du moins dans la vente au détail. Les ventes au détail réelles (ajustées des prix donc) ont chuté quasiment sans interruption depuis le pic d'avril 2021. En y ajoutant le recul global de la production industrielle depuis début 2022, le PIB du 2<sup>e</sup> trimestre devrait être en repli pour la première fois depuis la pandémie. Il reste à voir si la hausse du taux de chômage en avril augure également d'un revirement de tendance. La dernière enquête GfK sur le moral des ménages livre une donnée intéressante : l'évaluation de la sécurité de l'emploi s'est légèrement améliorée, et cela fait des années que les syndicats n'avaient pas été aussi combatifs. Les indicateurs conjoncturels anticipés plutôt moroses contrastent nettement avec les réponses toujours constructives des entreprises aux enquêtes. Outre-Manche, le PMI industriel a bien mieux résisté que sur le continent, et celui des services n'a montré aucun signe de perturbation. Toutefois, nous maintenons notre prévision d'un net ralentissement de la conjoncture et d'une légère récession en 2023.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,5%
2023 : 4,9%	2023 : 5,2%

En mai, l'inflation n'a crû qu'à la marge (de 9,0% à 9,1%). L'inflation sous-jacente a quelque peu reculé (6,2% en avril contre 5,9% en mai) une première depuis septembre. Mais il est trop tôt pour lever l'alerte, car la dynamique inflationniste s'est déplacée depuis les prix des biens, soumis à un fort facteur d'influence mondial, vers les services. C'est dans ce secteur axé sur le marché intérieur que la politique monétaire fonctionne le mieux. La Banque d'Angleterre sera encouragée à relever encore ses taux malgré les risques de récession.

## Suisse

### Le franc fort n'inquiète pas

#### Croissance du PIB

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

La dynamique conjoncturelle reste peu sensible à la guerre en Ukraine. Depuis avril, l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO est en hausse, et l'emploi atteint de nouveaux sommets. Après une révision à la baisse en mars, nous maintenons notre prévision de croissance du PIB pour 2022 inchangée pour la quatrième fois de rang. De même, nous prévoyons toujours un ralentissement, traduit par une prévision bien plus prudente que celle du consensus pour 2023. A l'exception de la BCE et de son homologue nipponne, toutes les banques centrales se sont mises à durcir les conditions-cadres financières, réduisant la demande de biens manufacturés suisses à l'exportation. En outre, les perspectives d'exportation pâtissent également du fait que la BNS ne va plus protéger le franc contre l'appréciation. L'évolution de l'économie domestique va être à plusieurs vitesses : les services restent très demandés, également en raison du besoin de rattrapage après deux ans de restrictions. La solidité du marché de l'emploi soutient également la demande des consommateurs. En revanche, la hausse des coûts de financement a induit un repli dans l'activité de construction et la propension des entreprises à investir.

#### Inflation

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

Outre le retrait de la politique de taux négatifs, la BNS peut réduire la pression inflationniste par une plus grande tolérance à l'appréciation du franc. Selon certains modèles, notamment ceux axés sur la parité de pouvoir d'achat des prix à la production, le franc est actuellement largement sous-évalué. Les prix à l'importation pèsent un quart de l'indice suisse des prix à la consommation. L'effet d'une baisse de ceux-ci sur l'inflation peut donc être considérable.

## Japon

### Sésame, ouvre-toi

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,5%	2022 : 1,7%
2023 : 1,6%	2023 : 1,9%

Le gouvernement japonais a récemment relevé le plafond des personnes entrant dans le pays à 20 000 par jour (contre 3500 en mars). Le tourisme a ainsi pu reprendre de l'élan, même si une partie de cet afflux profite aux Japonaises et Japonais qui rentrent au pays et aux travailleurs immigrés. La pression publique pour les réouvertures s'accroît, non seulement dans le secteur touristique, mais aussi pour les réacteurs nucléaires, à l'arrêt depuis 2011 et la catastrophe de Fukushima. Dans une enquête Nikkei, 49% des personnes interrogées ont indiqué que les restrictions d'entrée actuelles sont trop strictes. Selon la même source, 53% se prononcent en faveur de la réouverture des centrales nucléaires en raison de la hausse des prix de l'énergie et du spectre d'une pénurie. Tant une levée totale des restrictions d'entrée qu'une remise en service rapide de la plupart des centrales demeurent toutefois improbables. Malgré cela, le PMI du secteur des services est allé à rebours des tendances dans les autres économies occidentales, en poursuivant sa reprise. Les carnets de commandes sont eux bien remplis. Dans l'industrie, la dynamique a fléchi selon le PMI du secteur, mais moins fortement qu'ailleurs, passant de 53,3 à 52,7 points. Les commandes ont toutefois glissé légèrement sous le seuil de 50 points. Le Japon ne peut pas totalement échapper au ralentissement mondial.

#### Inflation

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

Comme prévu, l'inflation globale japonaise en mai a stagné à 2,5%, et la sous-jacente à 2,1%. Les prix de l'alimentation ont encore augmenté, alors que ceux de l'énergie restent contenus par les interventions politiques. Alors que la faiblesse du yen persiste et joue un rôle moteur positif pour l'inflation, de nouvelles subventions dans le secteur du tourisme cet été pourraient en induire une baisse.

## Chine

### Une convalescence agitée

#### Croissance du PIB

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

Le début du mois de juin a marqué la fin de deux mois de confinement à Shanghai. L'économie chinoise se remet doucement. Les données à haute fréquence en juin indiquent une nette embellie de la performance économique. Mi-juin, l'indice quotidien des embouteillages des cinq plus grandes villes chinoises a retrouvé son niveau pré-confinement, signe d'une nette amélioration sur le plan de la mobilité. En outre, le volume de transactions repart dans le secteur immobilier, largement affecté, tout en restant inférieur au niveau de 2021. La lanterne rouge de la reprise reste la consommation. Les ventes quotidiennes de voitures augmentent certes légèrement, mais sont nettement en deçà de la moyenne à long terme. C'est un signe que les consommateurs sont circonspects quant à la conjoncture et réticents à effectuer des achats importants. La stratégie zéro covid de la Chine est l'une des raisons de cette réserve. La réouverture de Shanghai reste par exemple conditionnée à diverses restrictions. Outre différents lieux comme les restaurants, qui restent fermés, l'apparition de cas dans un quartier entraîne son bouclage. Tant que la politique zéro covid sera appliquée, le chemin de la reprise économique sera entravé.

#### Inflation

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

En mai, le taux d'inflation chinois est resté modéré à 2,1%, inchangé par rapport à avril. Situées respectivement à 0,9% et 0,7%, l'inflation sous-jacente et celle des services restent très faibles, reflétant la morne demande face au confinement de Shanghai prolongé jusqu'en mai.

## 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



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.