

Novembre / décembre 2022

A retenir

- Zone euro : la déprime industrielle marque le coup d'envoi de la récession hivernale
- Etats-Unis : le recul des prix de l'immobilier présage le futur repli de l'inflation cyclique
- Chine : nouvel abaissement des prévisions de croissance en 2023, la vaccination ne progressant pas

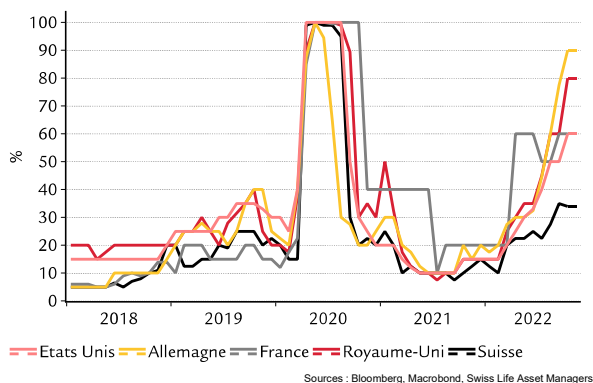
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 octobre 2022

Graphique du mois

Estimation de la probabilité de récession lors des 12 prochains mois



Bloomberg, l'agence de presse économique et financière, interroge régulièrement les économistes à propos du risque de récession de différents pays. Le pronostic médian actuel pour l'Allemagne est une probabilité à 90% d'une récession dans les douze prochains mois. L'estimation est stable pour la France, à 60%, alors que selon les expertes et experts, le risque de récession pour le Royaume-Uni s'est fortement accru récemment. Concernant la Suisse, un atterrissage en douceur de l'économie reste pour l'heure le scénario le plus probable. Le sentiment exprimé dans le graphique concorde en grande partie avec notre évaluation à retrouver dans les pages suivantes.

Etats-Unis

Les prix des logements baissent

Croissance du PIB

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

Comme prévu, l'économie américaine a rebondi au 3^e trimestre après la récession technique au 1^{er} semestre, définie comme deux trimestres consécutifs de repli du PIB. Signant 2,6%, la croissance (annualisée) a toutefois été étonnamment solide par rapport au trimestre précédent. Comme prévu également, la consommation des ménages a bien résisté grâce à des effets de rattrapage durables dans le tertiaire, et à une nouvelle baisse du taux d'épargne à 3,1%, une valeur inférieure à la moyenne. Des données compensant la faiblesse persistante de l'investissement privé, principalement imputable à l'effondrement de l'immobilier résidentiel. Cela étant, c'est le commerce extérieur qui a le plus porté la croissance, du fait de la vigueur du dollar conjuguée à des exportations étonnamment soutenues et à une chute des importations. En général, cette dernière n'augure rien de bon pour le futur de la conjoncture. Nous prévoyons toujours un ralentissement progressif de l'économie américaine au 1^{er} semestre 2023 et une récession à partir de mi-2023. En effet, les taux directeurs élevés et leurs effets (notamment la correction des prix des maisons qui s'installe) vont peser de plus en plus sur la consommation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,0%
2023 : 3,9%	2023 : 3,9%

L'inflation outre-Atlantique a passé son pic. La baisse des frais de transport et la résorption des difficultés logistiques devraient faire reculer l'inflation en 2023. Dans le secteur résidentiel, principal pourvoyeur de l'inflation actuellement, une détente s'annonce également. Les prix des maisons reculent, une première depuis 2012, ce qui pourrait faire baisser les valeurs locatives dans l'indice des prix à la consommation. Les loyers des nouveaux biens reculent également, et d'après une étude du Bureau of Labor Statistics, cela n'aura d'effet sur l'inflation des loyers que dans quatre trimestres environ, car l'indice officiel intègre de nombreux loyers existants.

Zone euro

L'industrie au point de bascule

Croissance du PIB

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

Là où elles sont disponibles, les valeurs du PMI de l'industrie esquissent un sombre tableau : la récession prévue dans notre scénario de référence est déjà une réalité dans ce secteur. Les raisons sont évidentes : hausse des coûts de financement et incertitude de l'approvisionnement énergétique pèsent sur les secteurs notoirement cycliques des économies européennes. Les stimuli venus de Chine se font attendre depuis quelques mois, et la situation ne changera pas tant que Pékin maintiendra sa politique zéro covid. Les premiers chiffres du PIB au 3^e trimestre des poids lourds que sont l'Allemagne et la France indiquent toujours un taux de croissance légèrement positif. L'évolution récente de la situation d'approvisionnement énergétique relègue à l'arrière-plan, pour l'heure, les scénarios les plus sombres de rationnement pour l'hiver à venir. Les réserves de gaz en Europe sont pleines, et la production d'électricité d'origine nucléaire en France va être augmentée. Les entreprises gagnent ainsi en certitude pour planifier leurs projets. Les prochains mois n'en resteront pas moins marqués par la récession, notamment en raison d'une baisse de la demande des consommateurs.

Inflation

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

Les indicateurs avancés de l'inflation en octobre dans les pays de l'UEM prouvent bien à quel point il est difficile d'évaluer aujourd'hui les effets à court terme des mesures budgétaires de plafonnement des prix de l'énergie. En Allemagne, en France et en Italie, le renchérissement a allègrement dépassé les prévisions des économistes sondés par Bloomberg, alors qu'en Espagne, l'inflation a reculé de 9,0% à 7,3%. Les prix de marché du gaz et de l'électricité se détendent quelque peu, et sont bien inférieurs aux sommets atteints en août.

Allemagne Cadeau de Noël coûteux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 1,7%	2022 : 1,4%
2023 : -0,6%	2023 : -0,9%

La première estimation du PIB pour le 3^e trimestre 2022 indique – malgré un moral en berne – une croissance de +0,3%. La consommation privée a sûrement contribué à cette surprise, ce qui ne change rien au fait que la récession hivernale a officiellement démarré au 4^e trimestre. Malgré une stabilisation, le moral des ménages reste historiquement bas. En octobre, le PMI industriel a chuté de conserve avec la production et la baisse des commandes, et glisse un peu plus sous le seuil de croissance de 50 points. L'indice des nouvelles commandes à l'exportation signe aussi un nouveau repli. Alors que le PMI témoigne encore d'un solide taux d'emploi dans le secondaire, l'indice ifo le prévoit en baisse et, pour la première fois depuis février 2021, inférieur à zéro. Le pessimisme règne aussi dans le secteur tertiaire, mais sans nette détérioration récemment. Dans les plus de 130 branches concernées par l'enquête ifo, les prévisions quant à l'évolution de la situation économique des six prochains mois sont positives uniquement dans celui, volatil, du conseil aux entreprises.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,1%	2022 : 8,1%
2023 : 6,0%	2023 : 6,8%

Un petit cadeau de Noël attend tout de même les foyers allemands : dans le cadre du plafonnement du prix du gaz, l'Etat devrait prendre en charge l'intégralité de la facture de décembre. De plus, à partir de mars 2023, un plafond de 12 centimes le kilowattheure pour 80% de la consommation de l'année précédente devrait être instauré pour 14 mois. D'ici là, l'inflation, doublée d'une forte volatilité en décembre et janvier, devrait rester élevée. Elle est de 10,4% en octobre, mais nous pensons que le pic n'est pas atteint. Même si l'intervention politique devrait tempérer la hausse des prix de l'énergie en 2023, l'expansion fiscale considérable qui y est associée maintiendra une pression élevée sur les prix à moyen terme.

France Le nucléaire réalimente le réseau

Croissance du PIB

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

En France, notre hypothèse d'une moindre exposition de l'économie domestique aux tendances de crise par rapport aux autres grandes économies européennes se confirme. Ainsi, la valeur du PMI des services, contrairement à son homologue allemand ou britannique, reste en territoire de croissance au début du dernier trimestre de l'année 2022. Dans l'industrie également, les enquêtes auprès des entreprises témoignent d'une remarquable résilience de l'économie hexagonale. La disposition à déployer de généreuses mesures budgétaires est loin d'y être étrangère. Une analyse qui correspond au constat que le moral des ménages français a moins baissé qu'ailleurs. Il est même en légère amélioration récemment, malgré les premières menaces de grèves. Préserver le pouvoir d'achat des ménages et éviter la crise énergétique lors des mois d'hiver resteront décisifs. Avec la reprise de la production d'électricité de centrales nucléaires qui n'alimentaient plus le réseau et le niveau élevé des réserves de gaz dans toute l'Europe, le spectre d'un rationnement lorsque les températures hivernales seront normales semble conjuré.

Inflation

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

Les indicateurs avancés de l'inflation en octobre ont nettement surpris à la hausse. L'augmentation de 6,2% à 7,1% est imputable au renchérissement des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La mesure dans laquelle les grèves dans les raffineries ont alimenté une hausse temporaire des prix reste à déterminer. Des signes d'une détente sont en effet présents, notamment dans les prix de l'électricité, la production d'origine nucléaire augmentant après des travaux de maintenance. Sur la bourse européenne EEX, le prix moyen de l'électricité est désormais à son niveau le plus bas depuis l'attaque russe contre l'Ukraine en février.

Royaume-Uni

Retour à la case départ

Croissance du PIB

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

Comme Silvio Berlusconi en 2011, Liz Truss a fait l'amère expérience du pouvoir de défaiseur de rois des marchés obligataires, 45 jours seulement après son arrivée au pouvoir. Son successeur Rishi Sunak et le Chancelier de l'Echiquier Jeremy Hunt ont annoncé un retournement de politique budgétaire pour regagner la confiance des marchés. Le nouveau gouvernement précisera ses mesures après la clôture de la rédaction, mais il semble que la plupart des baisses d'impôts prévues par Liz Truss seront annulées, et les dépenses publiques réduites. Le Premier ministre a même préparé la population à de futures hausses d'impôts. D'après nos calculs, une politique fiscale bien plus stricte est nécessaire afin de stabiliser le taux d'endettement même avec des hypothèses optimistes de croissance et de taux. Le revirement du nouvel exécutif a apaisé les marchés et soulagé la Banque d'Angleterre d'une pression à ordonner des relèvements excessifs. Toutefois, la hausse des taux, conjuguée à des prix de l'énergie élevés et à une consolidation budgétaire, devrait plonger le Royaume-Uni dans la récession en 2023. Nous venons d'abaisser à nouveau notre prévision de PIB en conséquence.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 8,7%	2022 : 8,9%
2023 : 6,2%	2023 : 6,4%

Pour instaurer la confiance, le nouveau gouvernement a également annoncé que le plafonnement des prix de l'énergie subventionné par l'Etat, initialement prévu pour durer deux ans, courrait dans un premier temps jusqu'en avril 2023. Il sera réévalué au 1^{er} trimestre 2023. Selon nous, il est envisageable que la forte baisse du pouvoir d'achat des ménages britanniques engendre une forte pression politique à maintenir certaines mesures d'allègement. Par conséquent, nous n'avons que légèrement relevé notre prévision d'inflation 2023 ; en cas de suppression totale des aides de l'Etat, nous devrions toutefois la revoir à la hausse.

Suisse

Hausse imminente des loyers

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 2,2%	2022 : 2,2%
2023 : 0,9%	2023 : 0,7%

Alors qu'une bonne partie de l'Europe est déjà à l'orée d'une récession, les indicateurs en Suisse traduisent simplement un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Ainsi, le risque d'une récession lors des douze prochains mois, selon l'enquête de Bloomberg citée plus haut, est estimé à seulement 34%. Un chiffre à mettre en perspective de celui du voisin allemand, où la probabilité de récession est de 90%. La perte de pouvoir d'achat des ménages suisses est moins marquée et, en parallèle, la composition du secteur secondaire en Suisse fait qu'il est moins vulnérable aux crises qu'ailleurs en Europe. Nous en voulons pour preuve le chiffre du PMI industriel, qui demeure supérieur au seuil de croissance de 50 points. Toutefois, l'économie helvète reste vulnérable aux risques de hausse des coûts de financement et à l'incertitude en matière d'approvisionnement énergétique. L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), récemment révisé, indique que le ralentissement est à l'œuvre depuis le début du 3^e trimestre.

Inflation

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

La pression inflationniste reflue légèrement pour les entreprises et les ménages. La vigueur du franc a permis d'amortir la hausse des prix à l'importation et, en Suisse, une large part des prix sont fixés par l'administration. A l'inverse des pays de la zone euro, les ménages ne ressentiront la hausse des prix de l'électricité qu'en 2023. Il est en outre probable que le taux de référence, sur lequel se fondent les loyers des baux existants, connaisse une hausse ces douze prochains mois. Les loyers plus élevés intégreront ainsi le calcul du taux d'inflation de manière différée.

Japon

Une fin d'année solide

Croissance du PIB

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

A la lecture des données du PMI du tertiaire, la réouverture au tourisme a donné des ailes aux services. Sans grande surprise, l'indice des nouvelles commandes à l'export du secteur est également solide. Le PMI industriel s'est lui aussi installé au-dessus du seuil de croissance en octobre. Les premières données économiques de septembre étaient contrastées. Après une solide performance en août, la production industrielle affichait pour la première fois depuis quatre mois un repli inattendu. Sur l'ensemble du 3^e trimestre, elle devrait toutefois porter la croissance du PIB, mais nous ne le saurons qu'après la clôture de la rédaction. Les ventes au détail ont poursuivi leur hausse en septembre, notamment, pour partie, en raison des prix plus élevés. La détente des difficultés logistiques se poursuit et explique sans doute la forte croissance de la consommation de biens durables, appelée à se maintenir. Conjugée à l'embellie du tourisme, elle devrait produire une fin d'année solide pour l'économie. Nous ne prévoyons pas de récession pour 2023, mais un net ralentissement de la croissance. Bien que les politiques budgétaire et monétaire gardent une trajectoire expansionniste, le Japon ne sera pas totalement épargné par les difficultés mondiales. La consommation privée faiblirait si l'inflation sous-jacente venait à augmenter, comme l'indique le moral des ménages en baisse depuis janvier.

Inflation

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

L'inflation globale est restée stable en septembre (3,0%). En revanche, la sous-jacente a progressé (de 1,6% à 1,8%), celle des prix à la production, de manière inattendue et importante de 9,0% à 9,7%, soit à peine en deçà du pic d'avril à 9,8%. Le gouvernement vient d'annoncer un nouveau et généreux paquet fiscal visant à atténuer le poids des prix élevés de l'énergie et de l'alimentation pour les ménages.

Chine

Pleins pouvoirs pour Xi Jinping

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022 : 3,3%	2022 : 3,2%
2023 : 4,7%	2023 : 4,8%

Certes, l'économie chinoise a progressé un peu plus que prévu au 3^e trimestre (3,9% en glissement annuel). Néanmoins, les chiffres d'activité de septembre révèlent une faiblesse durable du secteur immobilier et de la consommation. La rigueur de la stratégie zéro covid et les confinements récurrents maintiennent le moral des ménages à un niveau historiquement bas. La campagne vaccinale n'avance pas, et la population n'est toujours pas suffisamment immunisée ; aussi, nous n'attendons aucun assouplissement immédiat et abaissons en conséquence notre prévision de croissance du PIB pour 2023 à 4,7%, contre 5,1% auparavant. La nouvelle structure de l'organe suprême décidée lors du Congrès du Parti ne fait émerger aucun homme politique susceptible de promouvoir une approche nouvelle face au coronavirus. Bien au contraire, Xi Jinping a renforcé sa mainmise en s'entourant de proches alliés. Le Congrès a toutefois souligné que l'ascension économique restait au centre des préoccupations. Le futur Premier ministre potentiel, Li Qiang, bien que lieutenant de Xi Jinping, est considéré comme un politicien orienté vers la croissance et le marché, avec une vaste expérience dans la gestion des provinces les plus riches du pays. Mais la concentration du pouvoir dans les mains du chef de l'Etat est un risque pour le potentiel de croissance du pays, car ses mesures dures et interventionnistes pourraient peser sur la capacité d'innovation.

Inflation

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

L'inflation chinoise est restée stable et modérée en septembre (2,8%, contre 2,5% en août). La faible pression inflationniste s'explique notamment par l'anémie de l'inflation sous-jacente, passée de 0,8% à 0,6%. En cause, la morosité des ménages en raison de la rigueur de la politique sanitaire, qui entrave le pouvoir de fixation des prix des biens et services.

Economic Research



Marc Brütsch
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

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, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 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.