

Octobre 2022

## A retenir

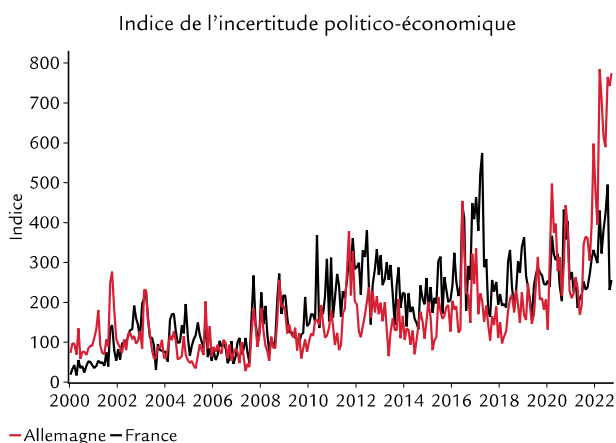
- Zone euro : récession hivernale inéluctable avec la rupture de Nord Stream 1, l'inflation poursuit sa route
- Etats-Unis : nécessité d'autres hausses de taux malgré la conjoncture en repli et la dynamique d'inflation
- Chine : malgré un possible assouplissement après le congrès du parti, nous abaissons la prévision pour 2023

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches.  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 septembre 2022

## Graphique du mois



Sources: www.policyuncertainty.com, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

La guerre en Ukraine, les taux d'inflation obstinément élevés et les signes annonciateurs d'une récession sont autant de facteurs d'incertitude. Mais en Europe, il existe un fort contraste quant à la perception de la situation de crise politico-économique. Les indices du graphique ci-contre mesurent la fréquence d'apparition de termes comme crise ou risque dans les reportages sur les questions économiques. Alors qu'en Allemagne, le sentiment de crise est aigu, celui du voisin français reste (encore) inférieur à des périodes comme le Brexit ou l'élection présidentielle de 2017.

## Etats-Unis

### La tête hors de l'eau

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 1,6%               | 2022 : 1,7% |
| 2023 : 0,4%               | 2023 : 0,5% |

Contrairement au Vieux Continent, les Etats-Unis ne connaissent pas de crise énergétique, bien au contraire. Les exportateurs de gaz liquéfié bénéficient des prix élevés sur le marché mondial, et les ménages profitent des prix à la pompe qui ont chuté de 25% depuis leur pic mi-juin. Une évolution qui a contribué à un léger rebond du moral des ménages; en outre, leurs attentes en matière d'inflation sont en baisse. La consommation privée et la solide constitution du marché de l'emploi américain maintiennent la tête de la première économie mondiale hors de l'eau. La santé de l'industrie est également robuste, et en septembre, les directeurs d'achats du secteur font à nouveau état de carnets de commandes plus garnis. Mais l'horizon s'assombrit pour 2023, et la Fed a durci le ton dans sa lutte contre l'inflation. La baisse des places boursières et le repli des salaires réels alimentent le recul du taux d'épargne et, précisément en cette période de hausse des taux, le recours accru au crédit à la consommation des ménages américains. Reste à savoir si les Etats-Unis vont pouvoir profiter de la délocalisation de production d'industries gourmandes en énergie venues d'Europe. La question fait actuellement la une des médias (mais pas encore des chiffres économiques), mais se heurte à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et à l'augmentation des coûts salariaux et de financement américains.

#### Inflation

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

Après des chiffres positifs en juillet, l'inflation a de nouveau surpris par sa hausse en août. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les denrées alimentaires, est passée de 5,9% à 6,3%. L'essence et les billets d'avion ont été les seules catégories à enregistrer des baisses de prix significatives, les premiers, combinés à des effets de base négatifs, ayant entraîné une baisse de l'inflation globale de 8,5% à 8,3%. Même si le pic de l'inflation globale est probablement passé, l'inflation sous-jacente élevée et persistante indique qu'une nouvelle action de politique monétaire est nécessaire.

## Zone euro

### Aux portes de la récession

#### Croissance du PIB

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

L'incertitude politico-économique illustrée à la page 1 n'est pas le fruit du hasard. Bien que les pays de l'UE vont réussir, juste à temps, à constituer des réserves de gaz supérieures aux quantités visées, le risque d'une pénurie d'électricité plane toujours. L'hypothèse d'une escalade en Ukraine ne doit pas être exclue; et pour couronner le tout, la BCE semble désormais considérer sérieusement la normalisation de sa politique monétaire. Les valeurs des PMI de la zone euro déjà publiées sont inférieures à la marque des 50 points en septembre, tant dans le secteur secondaire que tertiaire. Aussi l'industrie dans l'UE est-elle en recul depuis trois mois déjà, et dans les services, les réponses aux enquêtes depuis août affichent des valeurs en repli. La zone euro semble donc avoir ouvert la porte d'entrée de la récession. Tous les pays ne sont pas concernés dans la même ampleur. La France, où l'inflation érodera moins le pouvoir d'achat des ménages grâce à une forte part de prix fixés par l'administration, devrait s'en tirer relativement bien. Les nations exportatrices, dont les secteurs industriels souffrent des prix élevés de l'énergie, vont en revanche essayer un sérieux coup de tabac.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 8,1%               | 2022 : 8,2% |
| 2023 : 5,0%               | 2023 : 5,4% |

Contrairement aux Etats-Unis, la zone euro n'a pas encore atteint le pic de son cycle d'inflation; les derniers chiffres des prix à la production en Allemagne et en Espagne affichent des variations annuelles de plus de 40%. Même si la BCE ne peut rien faire contre les prix élevés de l'énergie, elle a tout intérêt à raccourcir un peu plus la bride de la politique monétaire. C'est la seule solution pour que l'Europe, à l'instar des Etats-Unis, retrouve une normalisation des prévisions d'inflation à long terme, et pour maîtriser les effets secondaires.

## Allemagne Net refroidissement

### Croissance du PIB

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

Avec l'arrêt désormais officiel de l'approvisionnement via le gazoduc Nord Stream 1, nous sommes contraints d'abaisser à nouveau nos prévisions de croissance, notamment pour l'Allemagne, et d'annoncer une récession hivernale marquée. Les craintes quant à celle-ci sont évidentes dans toutes les enquêtes de septembre. Les PMI signalent une baisse des commandes dans l'industrie et dans les services. Les sous-indices de la future évolution des affaires ont connu un effondrement en règle dans les deux secteurs. L'indice ifo du climat des affaires enregistre un net recul dans toutes les branches; elles affichent toutes des creux proches des valeurs historiques atteintes lors de la pandémie. Le moral des ménages, déjà à un niveau historiquement bas, devrait encore se dégrader. Dans ce marasme ambiant, la bonne nouvelle est que les niveaux des réserves de gaz continuent d'augmenter et se situent aujourd'hui au-dessus de 90%. En outre, l'industrie notamment a réduit de près de 15% sa demande de gaz dès le 2<sup>e</sup> trimestre. Toute la question désormais est de savoir si de telles économies d'énergie seront possibles pour les ménages cet hiver. Si oui, l'Allemagne devrait échapper aux pires scénarios de pénurie d'énergie.

### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 7,7%               | 2022 : 7,8% |
| 2023 : 5,6%               | 2023 : 5,8% |

Malgré une conjoncture qui freine des deux pieds, le pic d'inflation en Allemagne n'est pas encore atteint, mais s'élevait à 7,9 % en août. Le PMI indique un accroissement de la pression sur les prix en septembre, et l'indice des prix à la production était en août 45% supérieur à son niveau de 2021, un nouveau record de hausse. Les effets secondaires des prix élevés de l'énergie se multiplient. Les acteurs politiques débattent certes de boucliers tarifaires à destination des ménages pour le gaz et l'électricité, mais les propositions concrètes se font attendre. Nous relevons donc à nouveau nos prévisions d'inflation pour 2023.

## France Les services au soutien

### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 2,4%               | 2022 : 2,5% |
| 2023 : 0,3%               | 2023 : 0,6% |

L'incertitude géopolitique n'épargne pas non plus la France, même si la situation ne semble pas encore jugée avec autant de pessimisme par l'opinion publique qu'en Allemagne. Une composition plus avantageuse du produit intérieur brut et la disposition à exploiter pleinement la marge de manœuvre de politique fiscale ont jusqu'à présent empêché le moral des entreprises et des ménages de s'effondrer comme cela s'est produit ailleurs. Les entreprises restent en outre disposées à créer des emplois. Contrairement au reste de la zone euro, le secteur tertiaire français poursuit sa croissance selon les dernières données du PMI. Les services sont moins concernés que l'industrie par les coûts élevés de l'énergie et du financement. De même, hormis la question très controversée du prix de l'essence, le débat sur l'énergie n'est pas mené de la même manière en France qu'ailleurs en Europe. Dans l'Hexagone, une potentielle pénurie d'électricité cet hiver proviendrait le cas échéant d'une panne d'une grande partie du parc de centrales nucléaires. Les chiffres récents indiquent que ces dernières sont à moins de 50% de leurs capacités de production. Les déclarations officielles des autorités compétentes laissent toutefois entrevoir un retour à une production d'environ 90% de la capacité totale d'ici la fin de l'année.

### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 5,4%               | 2022 : 5,5% |
| 2023 : 3,5%               | 2023 : 3,6% |

En France, l'inflation en août a surpris à la baisse (5,8%) et reste ainsi inférieure à celle frappant les autres grandes économies de la zone euro. Cependant, nous ne pensons pas que le pic d'inflation en France soit pour autant derrière nous. Même si les prix élevés de l'énergie en France se répercutent moins sur ceux à la consommation, de nouvelles hausses sont à prévoir. L'inflation sous-jacente aussi devrait encore progresser; selon les PMI, la pression sur les prix se fait dernièrement à nouveau ressentir dans l'industrie comme dans les services.

## Royaume-Uni

### Vote de défiance

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus    |
|---------------------------|--------------|
| 2022 : 3,5%               | 2022 : 3,4%  |
| 2023 : -0,1%              | 2023 : -0,3% |

Le *mini budget* présenté fin septembre par Kwasi Kwarteng, Chancelier de l'Echiquier, a été châtié par les marchés financiers : la livre s'est effondrée, et les rendements des emprunts d'Etat à deux ans ont accéléré à un rythme inédit, passant en deux jours de 3,5% à 4,5%. Un mélange hétéroclite de baisses d'impôts vient s'ajouter à des mesures généreuses déjà annoncées pour lutter contre la hausse des coûts énergétiques et alimente un bond phénoménal des capitaux empruntés dans l'exercice fiscal en cours, de 162 milliards de livres net (provenant du «mini-budget») à 234 milliards, soit 9,3% du PIB. A court terme, le gel des prix de l'énergie pour les ménages devrait effectivement soutenir la conjoncture. Mais cette largesse budgétaire pourrait bientôt s'avérer contre-productive, car la pression inflationniste supplémentaire et la dépréciation de la livre contraindront la Banque d'Angleterre à sauter à pieds joints sur les freins. Ainsi, également en raison des récents événements politiques, nous prévoyons une récession outre-Manche, et avons légèrement abaissé notre prévision de PIB pour 2023, à -0,1%. Selon les dernières enquêtes parmi les directeurs d'achat, l'industrie britannique ne pourra guère mieux échapper à la dépression mondiale que ses concurrents du continent. La situation semblait plus favorable en septembre dans le tertiaire, mais ce dernier est désormais également à la merci d'un ralentissement vu la hausse des prix de l'énergie pour les ménages à partir d'octobre.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 8,7%               | 2022 : 9,2% |
| 2023 : 5,8%               | 2023 : 7,0% |

Le nouveau gouvernement conduit par Liz Truss gèle jusqu'en 2024 le plafonnement tarifaire de l'énergie à 2500 livres par an pour les ménages. En octobre, il va donc augmenter de «seulement» 27% au lieu de 80%, ce qui réduira l'inflation en 2022 et surtout en 2023. Mais cela ne changera rien au fait que le Royaume-Uni, parmi les grands pays industrialisés, sera celui qui affichera le taux d'inflation le plus élevé en 2023.

## Suisse

### Le ciel s'assombrit

#### Croissance du PIB

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

Nous sommes contraints d'abaisser fortement nos hypothèses de croissance du PIB pour 2022. La Suisse non plus ne pourra pas totalement esquiver les vents contraires qui soufflent sur l'Europe. Les ménages sont confrontés à une perte du pouvoir d'achat et se montrent réservés quant à leurs prévisions d'achat de biens de consommation durable. Les dépenses de construction stagnent depuis le début de l'année et devraient peser sur la croissance du PIB en raison de la hausse des coûts de financement. Même si, jusqu'ici, seules quelques voix alertaient des conséquences d'une nette appréciation du franc, l'économie d'exportation devrait connaître un repli sensible des commandes entrantes. Le tableau est similaire pour le secteur du tourisme à l'orée de la saison hivernale. Globalement, notre scénario de référence aboutit à une trajectoire modifiée de l'évolution du produit intérieur brut réel : nous attendons désormais une légère contraction au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, mais continuons d'écarter une récession *stricto sensu*. Nous tenons à préciser que notre scénario de référence pour les mois d'hiver s'appuie sur l'hypothèse d'un approvisionnement en gaz et en électricité assuré à tout moment. Dans l'éventualité plus défavorable d'une situation de pénurie aggravée, la récession sera également inévitable pour la Suisse.

#### Inflation

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

Comparée à d'autres banques centrales des économies développées, la BNS a augmenté les taux directeurs de manière nettement plus importante par rapport à l'inflation actuelle. De plus, elle semble ne rien entreprendre sur le marché des devises pour contrer l'actuelle appréciation du franc. Nous partageons la confiance des responsables de la BNS quant à l'atteinte prochaine du pic d'inflation.

## Japon

### Retour du tourisme en vue

#### Croissance du PIB

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

Les restrictions liées à la pandémie vont être levées au Japon également : le pays rouvrira ses frontières au tourisme de masse à compter du 11 octobre. Avant la pandémie, l'archipel recevait près de 2,5 millions de touristes par mois, dont 85% venus d'Asie, 5% des Etats-Unis et autant d'Europe ; en août 2022, ce chiffre atteignait à peine 170 000. Cette réouverture devrait porter le secteur japonais des services. L'optimisme se reflète déjà dans les PMI correspondants en septembre, qui sont repassés au-dessus du seuil de croissance de 50, signe également de carnets de commandes qui se remplissent. Grâce à la dépréciation éclair du yen depuis le début de l'année, passer des vacances au Japon n'a pas été aussi avantageux depuis très longtemps. Depuis janvier, la devise japonaise a cédé 25% face au billet vert, et plus de 10% face au yuan chinois. Toutefois, conjuguée à une envolée des prix à l'importation du gaz et du pétrole, cette baisse entraîne un renchérissement supplémentaire des importations et ainsi un record de déficit de la balance commerciale. Le ministre japonais des Finances tente d'y remédier, en achetant des yens pour la première fois depuis 1998. Il est toutefois permis de douter de l'efficacité durable de telles interventions pour soutenir la devise, tant que la banque centrale japonaise maintiendra sa politique de taux ultrasouple. Et ce alors que toutes les autres grandes banques occidentales augmentent leurs taux *presto*.

#### Inflation

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

Grâce au faible renchérissement, un voyage au Japon pourrait être intéressant notamment pour les touristes européens et américains. Mais le pays voit aussi la pression inflationniste s'accroître. L'inflation globale et la sous-jacente, excluant l'énergie et les produits alimentaires frais, ont progressé en août, à respectivement 3,0% et 1,6%. La banque centrale continue de donner plus de poids aux risques de récession dans ses décisions de taux d'intérêt.

## Chine

### Un troisième mandat annoncé

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2022 : 3,3%               | 2022 : 3,3% |
| 2023 : 5,1%               | 2023 : 5,0% |

Le 16 octobre aura lieu le congrès du parti communiste chinois, l'événement politique le plus important de la décennie, qui sera riche en messages importants, en évolutions de rapports de force et qui pourrait annoncer un changement de cap stratégique imminent. S'il est un secret de Polichinelle que Xi Jinping sera reconduit pour un troisième mandat de secrétaire général du parti, de potentiels changements à des postes politico-économiques clés seront scrutés, p. ex. celui du Premier ministre Li Keqiang ou du tsar de l'économie, Liu He. Il sera en outre intéressant d'observer les éventuels changements de stratégie liée au Covid. Jusqu'à cet événement politique clé, la priorité de la Chine était d'assurer la stabilité, en particulier pour éviter à tout prix une épidémie nationale. Une fois le congrès passé, de légers assouplissements progressifs des mesures strictes de lutte contre la pandémie pourraient être possibles. Mais en raison du taux de vaccination toujours faible parmi la population vulnérable, un arrêt immédiat de la stratégie zéro covid ces prochains mois semble improbable. En conséquence, nous prévoyons que la pandémie et les restrictions qui l'accompagnent pèseront sur l'économie chinoise au moins jusqu'au 2<sup>e</sup> trimestre de l'année prochaine, et nous abaissons notre prévision pour 2023 à 5,1%.

#### Inflation

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

Le taux d'inflation chinois a légèrement reculé en août, de 2,7% à 2,5%, en raison notamment de baisses de prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, excluant les prix volatils des deux composantes ci-dessus, reste à un très faible niveau de 0,8%. C'est un signe de l'incertitude persistante de la population en raison de la stratégie sanitaire, qui déprime la consommation.

## 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 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, 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.