

Avril 2023

## A retenir

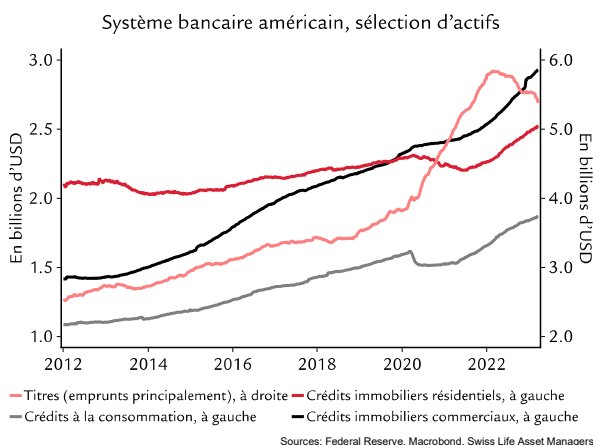
- Etats-Unis : possible durcissement de l'octroi de crédit et des conditions de financement par les banques
- Zone euro : conjoncture solide, secteur bancaire résilient, mais facteurs de croissance en bout de course
- Chine : premiers signes de stabilisation dans les ventes au détail et dans le secteur immobilier

## Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	0,9%	1,0% ↑	0,6%	0,9% ↓	4,2%	4,2% ↑	2,5%	2,6% ↑
Zone euro	0,7% ↑	0,6% ↑	0,9% ↓	1,1% ↓	5,9% ↓	5,6% ↑	2,6% ↑	2,4%
Allemagne	0,3% ↑	0,0% ↑	0,8% ↓	1,3% ↓	6,0%	6,0% ↓	2,4% ↑	2,7%
France	0,5%	0,5% ↑	1,0% ↓	1,1% ↓	4,8%	4,9% ↑	2,2% ↓	2,5% ↑
Italie	0,6% ↑	0,6% ↑	0,6% ↓	1,0%	6,5%	6,2% ↓	2,1% ↑	2,4% ↑
Espagne	1,2%	1,3% ↑	1,3% ↓	1,8% ↓	4,8% ↓	4,1% ↑	2,7% ↑	2,7%
Royaume-Uni	-0,3% ↑	-0,5% ↑	0,6%	0,7%	6,7% ↑	6,4% ↓	2,7%	2,9%
Suisse	0,7%	0,7% ↑	1,5%	1,6%	2,3%	2,5% ↑	1,5%	1,4% ↑
Japon	0,9% ↓	1,0% ↓	0,6%	1,1%	2,4%	2,3% ↑	0,7%	1,3% ↑
Chine	5,0% ↑	5,3% ↑	5,2%	5,2% ↑	2,2% ↓	2,3% ↓	2,4%	2,4% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 mars 2023

## Graphique du mois



En raison de la hausse des taux, les banques américaines ont subi de lourdes pertes comptables sur les emprunts sûrs, la classe d'actifs où elles ont « parqué » beaucoup d'argent en 2020 et 2021. Bien couverts, ces risques de taux ne posent aucun problème, car la qualité de ces placements devrait rester élevée même en cas de récession. Ce qui est bien plus problématique en phase de baisse, ce sont les pertes de qualité de crédit, voire une crise du crédit. Ces dix dernières années, le plus grand boom du crédit a concerné l'immobilier commercial, un secteur où les banques régionales sont très actives. Par conséquent, les marchés financiers devraient s'y tourner de plus en plus ces prochains mois.

## Etats-Unis Plus de frilosité à prêter

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,0%
2024 : 0,6%	2024 : 0,9%

Les récents remous dans le système bancaire américain sont-ils l'expression d'une crise bancaire ou financière systémique ? Nous ne le pensons pas, car les corrections de valeur ne concernent pas le livre de crédit des banques (voir « Graphique du mois »), et les fuites de dépôts ont pu être maîtrisées grâce à des mesures appropriées (hausse des taux sur les dépôts et injections de liquidités par la Fed). Le principal risque conjoncturel vient du fait que les banques pourraient redoubler de prudence dans l'octroi de crédits et ainsi durcir un peu plus des conditions de financement déjà strictes pour les entreprises et les ménages. Notre scénario de référence en tient compte et nous conforte dans notre idée que les Etats-Unis se dirigent vers une récession. Les données économiques publiées jusqu'ici, rétrospectives, n'envoient toutefois aucun signe de faiblesse. Le marché du travail reste solide, et les chiffres avancés du PMI de mars s'améliorent, notamment dans le tertiaire. Même le secteur immobilier, ballotté, donne des signes de vie. Ces chiffres solides, associés à la pression inflationniste durable, compliquent la tâche de la Fed, qui ne changera sa rhétorique qu'une fois que le faisceau d'indices de récession se densifiera.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,2%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

Les chiffres de l'inflation en février ne permettent pas de lever l'alerte. Si les prix de l'énergie reculent d'un mois sur l'autre, ceux des services et de l'alimentation augmentent. L'inflation toujours élevée dans l'immobilier résidentiel est particulièrement surprenante, malgré les nouvelles locations et la baisse des prix de l'immobilier. Pour que l'inflation globale passe de 6,0% en février à 3,2% en décembre 2023 (notre prévision), un vif coup de froid sur l'économie américaine au 2<sup>e</sup> semestre sera nécessaire.

## Zone euro Des banques plus résilientes ?

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,6%
2024 : 0,9%	2024 : 1,1%

Si la BCE est moins avancée que la Fed dans son cycle de taux, les conditions de financement ne s'en sont pas moins nettement durcies en zone euro également. La dernière enquête de la BCE sur l'évolution des normes de crédit au cours des trois derniers mois affiche au T1 2023 sa valeur la plus élevée depuis 2012, et de plus en plus d'entreprises citent le financement comme facteur entravant la production. Le secteur bancaire européen se montre plus résilient que son homologue d'outre-Atlantique. La tendance au retrait de fonds de la clientèle est moins rapide, la réglementation des liquidités est plus stricte précisément pour les petites banques, de même que les exigences de gestion des taux d'intérêt. Malgré cela, les récents remous dans le secteur bancaire devraient entraîner un nouveau tour de vis des conditions de financement dans la zone euro également. Nous prévoyons des répercussions dans l'économie réelle à partir du 2<sup>e</sup> semestre 2023. Bien que les récentes enquêtes ne reflètent que partiellement les récents remous, elles incitent – selon nous – à l'optimisme à court terme. Le PMI des services est à son plus haut depuis dix mois, et les attentes sur 12 mois restent relativement élevées, dans le tertiaire comme dans l'industrie. Cela s'explique par de plus faibles risques de récession, la normalisation des chaînes logistiques et le recul des prix de l'énergie.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,9%	2023 : 5,6%
2024 : 2,6%	2024 : 2,4%

En février, l'inflation globale a moins reculé que prévu, de 8,6% à 8,5%, et l'inflation sous-jacente a stagné à 5,6%. Tant les prix des denrées alimentaires que des services et des biens hors énergie ont augmenté plus fortement que prévu. Tandis que les premiers devraient bientôt avoir atteint leur pic, l'inflation sous-jacente devrait encore augmenter ces prochains mois, avant de refluer lentement. La lutte contre l'inflation devrait donc rester au premier plan pour la BCE.

## Allemagne

### Alors, pas de récession ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,3%	2023 : 0,0%
2024 : 0,8%	2024 : 1,3%

Les chiffres solides du trimestre en cours nous amènent à penser que l'Allemagne également va échapper, de peu, à une récession technique hivernale. Les enquêtes dans le secteur tertiaire notamment dépeignent un tableau optimiste dernièrement. Le PMI de ce secteur a surpris à la hausse, avec une valeur inédite depuis mai 2022, portée par un fort indice de l'emploi. Selon l'indice ifo du climat des affaires, les attentes dans le tertiaire pour les six prochains mois sont certes légèrement négatives, mais ont retrouvé en mars leur plus haut niveau depuis un an. Le tableau reste plus sombre pour l'industrie. Certes, la croissance mensuelle de la production industrielle a livré une bonne surprise (+3,5%), mais cela s'explique pour partie par des fluctuations dans la construction liées à la météo. La forte dégradation du PMI industriel noircit toutefois le tableau, car elle s'explique en grande partie par la poursuite de la normalisation des délais de livraison. Les enquêtes ne tiennent que partiellement compte des récents remous sur les marchés financiers et pourraient alimenter l'incertitude ces prochains mois. Globalement, les banques devraient devenir plus frileuses dans l'octroi de prêts. A court terme, l'effet positif de la situation énergétique moins tendue devrait plus que compenser celui négatif des conditions de financement durcies. Cela étant, nous prévoyons un net ralentissement de l'économie en fin d'année.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,0%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

A 8,7%, l'inflation globale est restée élevée en février. Nous prévoyons un net repli ces prochains mois, en raison d'effets de base des prix de l'énergie. Toutefois, l'inflation sous-jacente conserve un potentiel de hausse. Les entreprises semblent toujours profiter d'un fort pouvoir de fixation des prix et la pression salariale devrait rester élevée dans les services justement.

## France

### Les fruits de réformes précoces

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,5%
2024 : 1,0%	2024 : 1,1%

Les images de poubelles en feu et le vaste rejet de la réforme des retraites confirment à première vue les clichés de longue date sur le prétendu immobilisme de la société française. Il est vite oublié que ces dernières années, des fondations essentielles ont été posées en vue de meilleures conditions-cadres économiques. La numérisation progresse à grands pas, et la pandémie a joué un rôle important dans l'accélération de l'e-commerce. Le travail hybride réduit en outre la vulnérabilité du secteur des services aux débrayages dans le secteur du transport. De grands projets d'infrastructures dans les transports publics touchent à leur fin. Il faut également souligner le succès d'une réforme du marché du travail engagée précédemment. Le taux d'emploi des 15 à 64 ans a progressé de 2% par rapport à la période antérieure à la pandémie. Malgré la dynamique conjoncturelle en repli et la hausse des coûts de financement pour le secteur privé, les entreprises, d'après le PMI, s'en tiennent à leurs projets de recrutement. D'après la plateforme d'emplois en ligne Indeed, au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, seuls 5 secteurs économiques sur 36 avaient moins de postes à pourvoir sur cette période qu'au 4<sup>e</sup> trimestre 2022. Une pause hivernale suivie d'une croissance modérée demeure donc le scénario le plus probable pour 2023.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 4,9%
2024 : 2,2%	2024 : 2,5%

La prévision reste inchangée pour l'heure. Certes, les prix de l'énergie et de l'alimentation reculent sur les marchés mondiaux, mais une hausse du prix à la pompe ces prochaines semaines en raison des grèves n'est pas à exclure. De plus, nous prévoyons ces prochains mois un nouveau débordement de la dynamique des prix sur les catégories des services.

## Italie

### Fin du boom d'investissement ?

En février, l'Italie était l'un des rares pays industrialisés où le PMI manufacturier se trouvait en territoire de croissance. La dynamique a été légèrement plus faible dans le tertiaire, mais les données d'enquêtes pointent globalement qu'après le repli du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022, l'Italie pourrait échapper à une récession technique. Les facteurs importants pour l'investissement devraient demeurer en 2023. Après la pandémie a eu lieu un véritable boom de la construction grâce aux fonds de l'UE (Next Generation EU) et aux incitations fiscales pour la rénovation énergétique (« superbonus »). Le financement d'investissements dans l'industrie a largement dépassé son niveau pré-Covid, qui était, concédons-le, faible. Les flux de capitaux durables de l'UE et la situation politique étonnamment stable plaident certes en faveur d'une poursuite du cycle d'investissement, mais les risques d'affaiblissement en 2024 grandissent en raison de la hausse des taux directeurs dans l'UEM et du terme du programme de superbonus. Par conséquent, et contrairement au consensus, nous ne prévoyons pas d'accélération de la croissance économique en 2024.

## Espagne

### Hausse des prix de l'alimentation

Hausse surprise de l'inflation espagnole en février, en raison principalement de l'augmentation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Ces derniers ont augmenté alors que le gouvernement a décidé de baisser voire de supprimer la TVA sur différents produits alimentaires de base. Par exemple, cette taxe a été divisée par deux sur l'huile et les pâtes, et supprimée sur les légumes, les céréales, les fruits et le pain. L'« indice paella », qui mesure le prix d'achat des principaux ingrédients du célèbre plat valencien, indique que les ménages espagnols les ont payés 15,6% plus cher en février 2023 qu'un an auparavant. Les prix du riz et de l'huile d'olive en sont les principaux responsables : le premier a augmenté de 20% et le second de 30,5% sur un an. Malgré les prix élevés des denrées alimentaires, l'inflation globale espagnole reste bien en deçà de l'inflation moyenne en zone euro. Cette politique de prix devrait se maintenir en Espagne, notamment dans la perspective d'élections législatives en fin d'année, où le Premier ministre Pedro Sánchez devrait être candidat à sa reconduction.

## Suisse

### D'autres atouts que les banques

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 1,5%	2024 : 1,6%

Le choc sur la place financière a considérablement fait grandir l'incertitude quant aux perspectives conjoncturelles. Après une première évaluation, nous renonçons pour l'instant à abaisser notre prévision de croissance à court terme. La reprise forcée de Credit Suisse par sa rivale UBS a permis de garantir à tout moment le bon fonctionnement de la place financière. La signification des (grandes) banques pour la Suisse est souvent surestimée. En soi, elles ne représentent que 5% de la création de valeur nette de l'économie helvète. Tous emplois confondus, hors agriculture, le secteur bancaire n'en pourvoit que 2%. Si l'émergence d'un leader du marché surpuissant devait limiter durablement la concurrence, cela pourrait causer à moyen terme des problèmes comme des coûts de financement trop élevés, précisément pour les entreprises actives à l'international, et un défaut de puissance d'innovation dans le secteur financier. En revanche, la concurrence fait rage dans l'octroi de crédit et la gestion de fortune en Suisse, et le personnel qualifié reste recherché. Un scénario de risque à moyen terme résulterait de la combinaison d'un faible élan de la construction, d'une mutation du secteur bancaire et d'incertitudes récurrentes par rapport à l'Europe. Ces trois facteurs et une hausse préalable des taux ont causé, voilà 30 ans, une longue phase de faible croissance.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,3%	2023 : 2,5%
2024 : 1,5%	2024 : 1,4%

Les prix à la consommation suivront avec un certain retard l'évolution à la baisse au niveau des producteurs. Au 3<sup>e</sup> trimestre, le taux d'inflation reviendra sous les 2%. Toutefois, il faut tenir compte du fait que les bailleurs ne pourront relever les loyers des baux en cours en raison des dispositions légales qu'à partir d'octobre 2023. Par la suite, le taux d'inflation va à nouveau franchir la barre des 2%.

## Royaume-Uni

### Légère récession

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,3%	2023 : -0,5%
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%

Après la forte hausse des PMI en février, les indicateurs avancés traduisent un ralentissement de l'amélioration du moral en mars. Ce repli est imputable à l'industrie, tandis que le secteur des services reste solide. Malgré ce léger recul, le PMI de l'économie globale demeure en territoire de croissance, au-delà des 50 points. Nous avons à nouveau légèrement revu à la hausse notre prévision de croissance pour 2023, mais tablons toujours sur une légère récession sur l'année. La croissance du PIB mensuelle de janvier traduit une consommation privée toujours solide, ce qui est étonnant alors que la forte inflation érode le pouvoir d'achat. Il se pourrait qu'il s'agisse d'une consommation d'anticipation, car les ménages supposent que les biens ne vont aller qu'en se renchérissant. La consommation devrait donc ensuite faire défaut au cours de l'année. Le budget de printemps de l'exécutif britannique intègre un plan de relance un peu plus généreux que prévu : gel d'un an des taxes sur le carburant, renoncement au relèvement du plafond des prix de l'énergie en avril, et exonération fiscale de trois ans pour les investissements des entreprises notamment. De plus, différentes mesures ont été présentées afin d'inciter au retour sur le marché du travail. Les effets sur la croissance économique devraient être toutefois limités.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,7%	2023 : 6,4%
2024 : 2,7%	2024 : 2,9%

Hausse surprise et marquée de l'inflation en février, après une nette baisse ces trois derniers mois. L'augmentation des prix dans le secteur tertiaire, ainsi que ceux de l'habillement et des denrées alimentaires y ont contribué. La croissance des salaires demeure élevée, c'est pourquoi nous prévoyons certes un repli de l'inflation en cours d'année, mais l'objectif d'inflation de 2% de la Banque d'Angleterre devrait rester hors de portée.

## Chine

### Croissance malgré les embûches

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,0%	2023 : 5,3%
2024 : 5,2%	2024 : 5,2%

Pris ensemble, les premiers indicateurs économiques officiels pour les mois de janvier et de février témoignent d'une nette amélioration de l'économie chinoise. Les ventes au détail ont augmenté de 3,5% par rapport à la même période en 2022. Le secteur immobilier, après une année d'activité économique nettement ralentie, donne de premiers signes de stabilisation. Outre de bons chiffres de transactions immobilières, la réalisation de projets non encore achevés affiche un taux de croissance de 8%. Ce dernier indicateur revêt une grande importance à moyen terme également, car la réalisation et la livraison de projets immobiliers vendus sur plans sont un facteur clé pour restaurer la confiance de la population et pour garantir la stabilité de ce secteur vital pour l'économie. L'objectif de croissance de 5% annoncé par le gouvernement pour 2023 reste modeste, et conforme à notre prévision. En effet, divers obstacles se dressent devant la croissance économique, comme une faible demande mondiale, ainsi qu'un moral des ménages toujours en berne. Par ailleurs, l'objectif de croissance modéré indique que Pékin n'a pas l'intention de lancer un grand programme de relance par l'infrastructure ou l'immobilier.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,2%	2023 : 2,3%
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%

A 1% en février, le taux d'inflation chinoise est extrêmement bas. Cette faible valeur s'explique, d'une part, par une base élevée l'année dernière, le Nouvel An lunaire ayant eu lieu en février en 2022, alors qu'en 2023, il a été fêté en janvier. D'autre part, le taux de croissance était très faible par rapport au mois précédent, signe que le rebond économique et le stimulus par la demande n'en sont qu'à leurs balbutiements.

## 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



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@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, Clever Strasse 36, D-50668 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.