

Janvier 2019

## A retenir

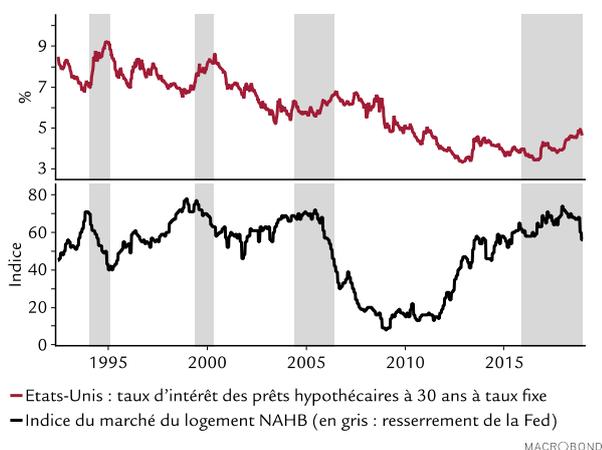
- L'inflation totale repart à la baisse en réaction à la chute des cours du pétrole.
- L'inflation sous-jacente devrait encore augmenter avec l'accélération de la hausse des salaires.
- Les indices des directeurs d'achats dénotent une stabilisation de la dynamique des industries cycliques.

## Prévisions comparées

|             | Croissance du PIB 2019 |           | Croissance du PIB 2020 |           | Inflation 2019 |           | Inflation 2020 |           |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
|             | Swiss Life AM          | Consensus | Swiss Life AM          | Consensus | Swiss Life AM  | Consensus | Swiss Life AM  | Consensus |
| Etats-Unis  | 2,3%                   | 2,6% ↓    | 1,5%                   | n.d.      | 1,8%           | 2,3% ↓    | 2,1%           | n.d.      |
| Zone euro   | 1,3%                   | 1,6% ↓    | 1,1%                   | n.d.      | 1,6%           | 1,6% ↓    | 1,5%           | n.d.      |
| Royaume-Uni | 1,4%                   | 1,5%      | 1,3%                   | n.d.      | 2,0% ↓         | 2,1% ↓    | 2,0%           | n.d.      |
| Suisse      | 1,2%                   | 1,6% ↓    | 1,4% ↑                 | n.d.      | 0,6% ↓         | 0,9% ↓    | 0,7%           | n.d.      |
| Japon       | 1,2% ↓                 | 1,1%      | 0,6%                   | n.d.      | 1,2%           | 0,9% ↓    | 1,7%           | n.d.      |
| Chine       | 6,2%                   | 6,3%      | 6,0%                   | n.d.      | 2,4% ↓         | 2,3% ↓    | 2,2%           | n.d.      |

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 10.12.2018

## Graphique du mois



Le cycle de resserrement des taux de la Réserve fédérale américaine a durci les conditions de financement pour les entreprises comme pour les ménages. Le taux d'intérêt moyen des prêts hypothécaires à 30 ans à taux fixe (le type d'emprunt le plus répandu pour l'achat de logements outre-Atlantique) a récemment atteint près de 5%, du jamais-vu depuis 2011. La hausse des derniers trimestres s'est ressentie sur le marché américain des logements : le moral des entreprises de construction s'est dégradé et les indicateurs d'activité comme les mises en chantier ou les ventes de logements stagnent, voire s'inscrivent en baisse.

## Etats-Unis

### Bon moral, mais l'activité ralentit

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 2,3%               | 2019 : 2,6% |
| 2020 : 1,5%               | 2020 : n.d. |

L'économie américaine devrait commencer l'année plus doucement après deux trimestres extraordinairement dynamiques. Les chiffres disponibles au moment où nous écrivons ces lignes montrent que le modèle de prévisions actualisées en temps réel (« nowcast ») de la Fed d'Atlanta tablent sur une croissance annualisée de 2,4% au dernier trimestre, proche de nos 2,3%. Pourtant, le moral des ménages et des entreprises reste au beau fixe. L'indice ISM des directeurs d'achats se maintient à des niveaux élevés tant dans le secteur manufacturier que dans les services. Quant aux ménages, ils bénéficient non seulement de salaires en hausse mais aussi d'un plein d'essence moins cher depuis la chute des cours pétroliers. Face à ces éléments favorables se dressent le durcissement des conditions de financement (voir graphique du mois), un environnement extérieur moins solide et la dissipation de l'effet de la relance budgétaire courant 2019. Nous prévoyons donc un tassement graduel de l'économie américaine vers son potentiel (sans aller jusqu'à la récession) lors des deux ans à venir, un scénario qui s'appuie avant tout sur l'hypothèse que la Réserve fédérale tiendra compte des statistiques économiques, et se montrera donc plutôt prudente, pour ses prochains relèvements de taux.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 1,8%               | 2019 : 2,1% |
| 2020 : 2,1%               | 2020 : n.d. |

L'inflation totale américaine a passé son pic et s'effondre sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie, un effet de base qui devrait perdurer en 2019 et maintenir l'inflation totale en dessous de 2% pour l'essentiel de l'année. Entre-temps, les chiffres de novembre ont confirmé, comme nous le pensions, le caractère temporaire de la faiblesse de l'inflation sous-jacente, qui s'est redressée dans le sillage des prix des voitures d'occasion, des coûts d'habitation et des dépenses de santé. Les salaires devant continuer de croître dans un contexte de tension du marché du travail, l'inflation sous-jacente devrait progresser encore modérément l'an prochain.

## Zone euro

### Actualité préoccupante en France

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 1,3%               | 2019 : 1,6% |
| 2020 : 1,1%               | 2020 : n.d. |

L'année 2018 avait commencé dans l'euphorie et s'achève sur fond de problèmes croissants. Après l'aboutissement fructueux des premières tentatives de réformes économiques d'Emmanuel Macron en France malgré les grèves de transports, la vague d'opposition désordonnée à l'augmentation des prix des carburants a contraint le gouvernement à s'incliner devant les « gilets jaunes » et à abandonner son projet, ce qui fragilise la position d'Emmanuel Macron pour ses prochains chantiers. Il y a tout à parier que les élections européennes de mai tourneront au référendum pour ou contre la totalité du programme de réformes du président français. Les dernières statistiques économiques n'augurent rien de bon : l'amélioration du marché du travail reste marginale et procède davantage de la reprise mondiale que des mesures de réforme. Ces douze derniers mois, le taux de chômage a reculé tout aussi rapidement, voire plus vite, dans d'autres pays de la zone euro. Contrariété supplémentaire pour Emmanuel Macron, l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier est tombé sous la barre des 50 points qui sépare la croissance de la récession pour la première fois depuis septembre 2016.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 1,6%               | 2019 : 1,6% |
| 2020 : 1,5%               | 2020 : n.d. |

L'évolution récente des prix du pétrole confirme notre hypothèse selon laquelle le pic de l'inflation totale de la zone euro n'était que temporaire : la BCE n'est donc pas pressée d'accélérer la normalisation de sa politique monétaire. Sur 19 pays membres de la zone euro, ils étaient 10 à afficher une inflation supérieure à 1,8% en novembre, contre 14 en octobre. L'inflation de la région devrait selon nous passer en dessous de 2% en décembre et reculer encore jusqu'à 1,5% mi-2019 – et surtout, l'inflation totale allemande devrait elle aussi se stabiliser sous le seuil critique de 2% d'ici au deuxième trimestre 2019.

## Royaume-Uni

### L'option *no deal* moins probable

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 1,4%               | 2019 : 1,5% |
| 2020 : 1,3%               | 2020 : n.d. |

Depuis l'été 2018, nous soulignons l'importance de prendre en compte les scénarios extrêmes d'issue des négociations du Brexit avec l'UE. Bien que le Brexit « à l'aveugle » demeure notre scénario de base, nous avons attribué une probabilité combinée de 30% à l'absence d'accord et à l'organisation d'un deuxième référendum qui refuserait le Brexit. Au vu des derniers événements, et surtout du fait que Theresa May ait surmonté l'épreuve du vote de confiance des députés conservateurs, l'absence d'accord nous semble aujourd'hui moins probable. Nous déduisons des majorités parlementaires et des sondages d'opinion que personne ne souhaite sortir de l'UE sans traité. Peu après le référendum de 2016, le Centre national de la recherche sociale (« NatCen ») avait lancé une consultation demandant aux Britanniques s'ils jugeaient, avec le recul, que le Brexit représentait la bonne solution. Pour 49% des sondés (le plus haut pourcentage jamais enregistré), il s'agissait d'une mauvaise décision, quand seulement 38% soutenaient le Brexit. Entre-temps, les statistiques économiques du quatrième trimestre indiquent que les dynamiques d'activité du Royaume-Uni suivraient la même tendance au ralentissement que dans les autres pays développés.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 2,0%               | 2019 : 2,1% |
| 2020 : 2,0%               | 2020 : n.d. |

Avec le recul des prix de l'énergie, les perspectives d'inflation pourraient encore s'amenuiser à court terme. Nous attendons une baisse à 2,1% pour fin 2018, soit bien moins que les 3% enregistrés au début de l'année. Par la suite, l'inflation devrait se stabiliser selon nous, même en cas d'issue extrême du Brexit. Si aucun accord n'est trouvé, la modération temporaire de l'activité pourrait freiner les possibilités d'augmentation des prix des entreprises britanniques et modérer une croissance des salaires qui s'était accélérée récemment, contrebalançant ainsi l'impact d'une hausse des prix des importations qui découlerait d'une rechute de la livre.

## Suisse

### L'inflation en chute libre

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 1,2%               | 2019 : 1,6% |
| 2020 : 1,4%               | 2020 : n.d. |

Le PIB du troisième trimestre a surpris à la baisse en accusant une contraction de 0,2% en glissement trimestriel. D'après le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), cette diminution provient essentiellement de la faiblesse des exportations, à laquelle s'est ajouté un été sec, qui a engendré une baisse de production dans les centrales hydroélectriques. Ces deux facteurs ne devraient pas persister, et les chiffres du quatrième trimestre sont déjà meilleurs dans ces domaines. L'indice des directeurs d'achats en Suisse (PMI) s'est redressé à 57,7 points en novembre, un niveau acceptable par rapport aux valeurs passées. Selon l'enquête du centre de recherches conjoncturelles KOF, le solde net d'entreprises prévoyant une hausse de leurs commandes pour les trois prochains mois serait remonté au dernier trimestre 2018, alors qu'il ne cessait de reculer depuis le début de l'année. Le taux de chômage est tombé à 2,4%, au plus bas depuis 2002. Avec la modération de l'économie mondiale et l'appréciation du franc en 2018, nous attendons toujours un tassement de la croissance autour de son potentiel à long terme, ce qui apparaît infiniment prudent, puisque notre estimation de hausse du PIB de 1,2% en 2019 est la plus basse des 16 économistes interrogés par Consensus Economics.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2019 : 0,6%               | 2019 : 0,9% |
| 2020 : 0,7%               | 2020 : n.d. |

L'inflation avait rebondi en juillet, avec une hausse annuelle de 3,8% des prix à la production et des importations et une progression de 1,2% des prix à la consommation (IPC). En novembre, ces deux chiffres étaient tombés à respectivement 1,4% et 0,9%. Nous prévoyons une nouvelle érosion de l'IPC à 0,7% ce mois-ci, puis à 0,5% mi-2019. Ce recul, généralisé, ne s'explique pas uniquement par la diminution des prix de l'énergie : les chiffres officiels montrent un léger repli du coût de la santé sur douze mois, et le franc fort rend les importations moins chères. Enfin, les loyers devraient aussi exercer un effet modérateur sur l'inflation en 2019.

## Japon

### Un marché du travail tendu

La croissance devrait évoluer conformément aux prévisions du consensus. Certes, le pic cyclique est passé et l'activité ralentira ces deux prochaines années, mais la sévérité des dernières statistiques économiques était globalement excessive et la dernière enquête Tankan (de loin l'indicateur le plus important du moral des entreprises) a surpris à la hausse, avec une amélioration particulière du sentiment du secteur non manufacturier et des projets d'investissement qui n'avaient jamais été aussi ambitieux depuis le début des années 1990. En outre, les contraintes de capacités augmentent, d'où une hausse des salaires à un rythme jamais vu en vingt ans, qui devrait alimenter une croissance tendancielle de la consommation même si la hausse de la TVA prévue pour octobre 2019 risque de bousculer les statistiques. Notons que le mécanisme de transmission des salaires vers l'inflation est faible au Japon et que l'inflation sous-jacente devrait donc rester sage. L'augmentation de l'inflation totale en 2019 et en 2020 repose avant tout sur le relèvement de 8 à 10% de la TVA.

## Chine

### Trêve avec les Etats-Unis

Lors d'un dîner en marge du sommet du G20 en Argentine, le président américain Donald Trump et son homologue chinois Xi Jinping ont convenu d'une trêve dans leur différend commercial : contrairement à ce qui avait été annoncé, les Etats-Unis ne porteront pas à 25% les droits de douane les produits chinois et la Chine augmentera ses importations de biens agricoles, énergétiques et industriels américains. Une période de négociation de 90 jours a en outre été instaurée pour traiter les questions structurelles concernant la Chine, telles que les accusations de vol de propriété intellectuelle et de transferts de technologie imposés. Si toutefois les questions structurelles concernant la Chine ne sont pas réglées après ces trois mois, l'escalade tarifaire devrait continuer de peser sur le sentiment économique des deux pays. Nous nous attendons donc à ce que la Chine mobilise ces prochains mois un arsenal de mesures conventionnelles budgétaires et monétaires pour contrer l'influence négative que cette situation devrait exercer sur la croissance.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch  
🐦 @f\_boucard

### 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 le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.