Perspectives
Conjoncture

SwissLife Asset Managers

Avril 2019

A retenir

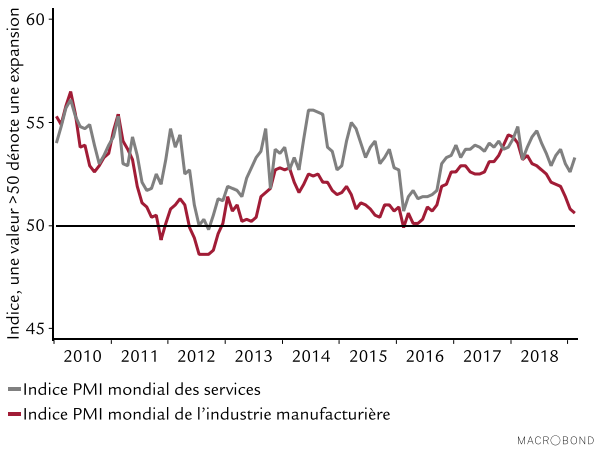
- L'économie américaine continue de ralentir mais nous pensons que le pire est passé dans la zone euro.
- Le consensus a drastiquement réduit ses prévisions, qui rejoignent ainsi globalement les nôtres.
- Les risques politiques – Brexit et droits de douane américains éventuels sur les automobiles – entretiennent un niveau d'incertitude élevé.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 11.03.2019

Graphique du mois



Un fossé s'est creusé entre une activité manufacturière ralentie et une économie intérieure toujours dynamique partout dans le monde, comme l'atteste l'indice des directeurs d'achats (PMI), le plus vaste indicateur avancé à l'échelle mondiale. L'activité manufacturière subit un coup de frein en partie technique – contrecoup prévisible à l'extraordinaire phase d'expansion synchronisée de 2017 – mais aussi fondamental, lié au tassement de l'économie chinoise. Entre-temps, la politique accommodante des banques centrales, la hausse des salaires réels et la détente des conditions de financement ont soutenu la demande intérieure, surtout dans les pays développés.

Etats-Unis
Atterrissage en douceur

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,3%	2019 : 2,4%
2020 : 1,5%	2020 : 2,0%

Les Etats-Unis connaissent un ralentissement graduel qui ramènera la croissance à son potentiel cette année, voire en dessous en 2020. Les derniers chiffres publiés confirmaient nos prévisions, sauf le rapport du marché du travail de février, qui dénotait une quasi-stagnation des créations d'emplois américaines et laissait craindre un tassement plus marqué. Pourtant, les statistiques d'emploi décevantes viennent surtout de facteurs temporaires, tels le blocage de l'administration ou les conditions climatiques. D'autres aspects du rapport étaient bien meilleurs qu'attendu, comme la chute du taux de chômage ou la nouvelle accélération de la hausse des salaires. Le contexte reste ainsi propice à la consommation, comme l'atteste le rebond des indices du moral des ménages, soutenu par les conditions de financement (baisse des taux hypothécaires, remontée des actions). Le revirement très accommodant de la réunion de mars de la Fed entretiendra sans doute ce climat très favorable et la consommation devrait donc rester dynamique. Comme ailleurs pourtant, l'industrie souffrira du tassement de la demande extérieure et de l'absence de signes annonçant une reprise de l'investissement intérieur.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 1,8%
2020 : 2,2%	2020 : 2,2%

Notre prévision d'inflation pour 2019 a longtemps été en deçà du consensus pour finalement être rattrapée par les analystes. Les indices de prix décevants du début d'année pourraient peser sur nos prévisions, mais d'autres signes sont plus positifs : l'essentiel du rebond des prix du pétrole ne sera visible que dans l'inflation de mars, délai d'ajustement des tarifs à la pompe oblige, et la croissance des salaires s'est encore accélérée, ce qui augure fort d'une reprise de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois.

Zone euro
Une série de chocs exceptionnels

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,2%
2020 : 1,1%	2020 : 1,4%

L'OCDE a nettement réduit ses prévisions de croissance pour la zone euro en 2019, de 1,8% à 1,0%, mais comme les chiffres du consensus tendaient à la baisse depuis novembre 2018, l'effet de surprise fut limité. Les incertitudes du Brexit et du commerce international pèsent visiblement sur tous les pays exportateurs de la région. Outre la modération de la dynamique mondiale, l'industrie allemande a subi trois revers. D'abord, la nouvelle norme antipollution a massivement retardé la production automobile au second semestre 2018, même si les derniers chiffres des nouvelles commandes et immatriculations en Europe indiquent qu'il pourrait s'agir d'un effet temporaire. La production industrielle pourrait donc se redresser encore ces prochains mois. Ensuite, le bas niveau des voies fluviales de transport, telles que le Rhin, avait freiné l'activité des industriels allemands, mais l'eau est remontée en mars et le fret devrait se normaliser. Enfin, le troisième frein pour les industriels et constructeurs automobiles européens ne devrait pas disparaître aussi facilement : les Etats-Unis pourraient annoncer d'ici mai un nouveau barème de droits de douane pour les importations de voitures.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,3%
2020 : 1,6%	2020 : 1,5%

Nous attendons une remontée des prix de l'énergie et une répercussion de la hausse continue des salaires sur les prix finaux cette année, d'où des prévisions d'inflation un peu au-dessus du consensus. A court terme, nous prévoyons une accélération de l'inflation à 1,9% pour avril 2019 avant que l'effet de base de la chute des prix du pétrole de 2018 ne fasse retomber l'inflation. L'inflation sous-jacente devrait passer de 1,0% aujourd'hui à 1,5% d'ici à fin 2019.

Royaume-Uni
Pléthore d'inconnues

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,3%	2020 : 1,5%

Notre scénario de base pour les négociations du Brexit a toujours supposé qu'il y aurait un accord, mais aussi de nombreux points toujours en suspens au 29 mars. Le risque d'un Brexit sans accord nous semble toujours limité mais un accident politique à Westminster n'est pas exclu. Entre-temps, comme à l'heure où nous écrivons se déroule encore une nouvelle rencontre entre Theresa May et ses partenaires de l'UE, une prolongation des négociations apparaît comme l'issue la plus probable pour fin mars. Face à cette pléthore d'inconnues, la résistance de l'économie force l'admiration : selon les indices de surprise économique de Citigroup, le Royaume-Uni serait l'unique grand pays développé à afficher un solde de surprise économique positif net au cours du mois écoulé. Visiblement, l'imminence du Brexit avait incité le marché à un pessimisme excessif. Un rapport de l'Office national des statistiques britannique sur les dynamiques du PIB annonçait au contraire une croissance de l'économie de 0,5% en janvier 2019, son meilleur rythme mensuel depuis décembre 2016.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 2,0%
2020 : 2,0%	2020 : 2,1%

L'inflation globale est restée inférieure à 2% en février et l'inflation sous-jacente annuelle a surpris en tombant à 1,8%. La date tardive de Pâques cette année pourrait déformer les chiffres mensuels de l'inflation des deux prochains mois mais, une fois cette volatilité passée, l'indice des prix devrait fluctuer autour de 1,9% pour le reste de l'année. Ce niveau un peu inférieur à nos projections antérieures s'explique par le redressement récent de la livre. Un Brexit sans accord tirerait sans doute la monnaie britannique de nouveau à la baisse, avec une poussée inflationniste temporaire issue des importations. Inversement, la croissance constante des salaires pourrait induire une hausse de l'inflation si l'accord sur le Brexit finit par voir le jour.

Suisse
Retour à la normale

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,0%	2019 : 1,3%
2020 : 1,4%	2020 : 1,5%

Ce que les choses peuvent changer en un an ! Il y a douze mois, nous attendions pour 2019 une croissance du PIB suisse de 1,3%, bien en dessous du consensus (alors à 1,8%). Les incertitudes quant aux dynamiques commerciales mondiales et le net recul des nouvelles commandes rapporté dans les enquêtes auprès des entreprises manufacturières ont fortement tiré en baisse les prévisions de croissance pour cette année. En mars, le groupe d'experts de la Confédération a revu son estimation de croissance annuelle de 1,5% à 1,1%. Swissmem, l'association des professionnels de l'industrie des machines et de l'équipement électrique, a annoncé un recul de ses nouvelles commandes de 11% sur un an au quatrième trimestre 2018. Les exportations d'autres secteurs comme la pharmacie ou les services semblent mieux résister et devraient contribuer positivement à la croissance du premier trimestre 2019. Il importe de comprendre que le ralentissement qu'affiche l'économie suisse constitue en fait un retour à un rythme plus normal après l'exceptionnelle vigueur des années 2017 et 2018.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,6%	2019 : 0,6%
2020 : 0,8%	2020 : 0,9%

Comme les prévisions de croissance, les projections actuelles d'inflation pour 2019 ont nettement diminué en un an, avant tout en raison de la chute des cours du pétrole. Par rapport au quatrième trimestre 2018, le prix final du fioul domestique avait baissé de 11% en moyenne à la mi-mars 2019. Même si les cours du brut se sont remis des plus-bas atteints fin 2018, il y a peu de chances que nous relevions nos prévisions d'inflation en 2019 sachant que la composante des loyers dans l'indice des prix à la consommation va certainement rester stable, voire diminuer progressivement jusqu'en décembre. Notre scénario de base à horizon 2021 table sur une inflation dans le bas de la fourchette de stabilité des prix de 0-2% de la BNS.

Japon
Proche de son potentiel

L'économie japonaise souffre de la faiblesse de la demande extérieure et de l'essoufflement de ses moteurs d'activité intérieurs. Parmi ces derniers figurent un marché du travail extrêmement tendu, qui bride le potentiel de croissance alimenté par l'offre, et une politique monétaire arrivée aux limites de l'accommodation. Nous attendons cette année une croissance proche de son potentiel, mais aussi de fortes fluctuations d'un trimestre à l'autre. La hausse de la taxe sur la consommation prévue pour octobre incitera les ménages à anticiper leurs achats, avant que l'activité ne freine brusquement au quatrième trimestre. Le gouvernement a annoncé des mesures de relance, dont l'effet concret sur la croissance est difficile à prévoir. Les plans de relance précédents avaient plutôt déçu en raison du niveau extrêmement ténu des multiplicateurs budgétaires au Japon. Si la hausse des prix doit évidemment connaître un pic temporaire avec le relèvement de la taxe sur la consommation, nous prévoyons une tendance d'inflation sous-jacente très faible, de l'ordre de 0-0,5%.

Chine
Nouveaux assouplissements

Le gouvernement chinois est fermement décidé à stimuler une économie nationale freinée par la campagne de lutte contre le risque financier et par le conflit commercial avec les Etats-Unis, qui ont pesé sur la confiance des ménages et des entreprises. Le gouvernement a encore réaffirmé cet engagement ce mois-ci dans sa feuille de route portant les objectifs économiques à atteindre en 2019, dans laquelle le Premier ministre a dévoilé 2 000 milliards de yuans de baisses d'impôts et l'émission spéciale d'obligations par les collectivités locales pour financer les infrastructures. Si les mesures annoncées confirment une volonté d'encourager la croissance, elles restent prudentes en regard des cycles de relance antérieurs, le pays cherchant avant tout à s'assurer un rythme de croissance plus durable. La Chine a abaissé son objectif de croissance à 6-6,5% pour 2019 et se montre ainsi prête à accepter un ralentissement de son activité. Entre-temps, quelques indicateurs, comme l'agrégat large du crédit ou les ventes de détail, montrent déjà des signes de stabilisation.

Economic Research

Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch

Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch

Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch

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.
Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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.