

Mai 2020

A retenir

- Selon notre scénario de base, la reprise progressive de l'économie mondiale est sur le point de démarrer.
- La Chine devrait emmener la reprise, suivie des Etats-Unis et de la Suisse.
- Lorsqu'ils existent, les dispositifs de chômage partiel constituent un filet de sécurité efficace.

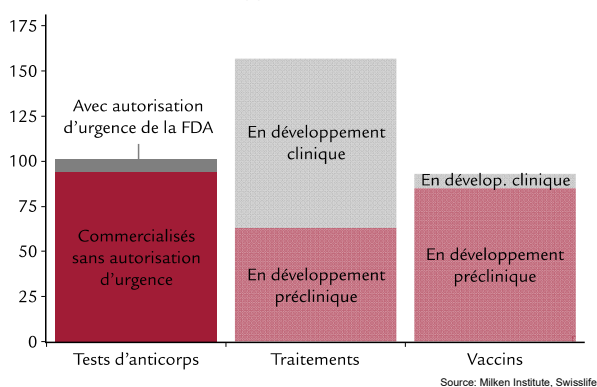
Prévisions comparées

	PIB 2020		PIB 2021		Inflation 2020		Inflation 2021	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	-3,0% ↓	-4,0% ↓	3,7% ↑	3,9% ↑	0,9% ↓	0,8% ↓	1,5% ↓	1,8% ↓
Zone euro	-5,8% ↓	-5,7% ↓	5,9% ↑	5,4% ↑	0,2% ↓	0,4% ↓	1,3% ↓	1,3% ↓
Allemagne	-4,7% ↓	-5,0% ↓	3,9% ↑	4,5% ↑	0,4% ↓	0,7% ↓	1,3% ↓	1,4% ↓
France	-5,6% ↓	-5,4% ↓	5,0% ↑	5,1% ↑	0,2% ↓	0,4% ↓	1,3% ↓	1,3%
Royaume-Uni	-4,2% ↓	-5,4% ↓	3,6% ↑	4,7% ↑	0,9% ↓	1,0% ↓	1,7% ↓	1,6% ↓
Suisse	-3,1% ↓	-3,3% ↓	3,6% ↑	3,6% ↑	-0,5% ↓	-0,5% ↓	0,6%	0,5% ↓
Japon	-4,9% ↓	-3,3% ↓	2,6% ↑	2,1% ↑	0,1% ↓	-0,1% ↓	0,3%	0,2% ↓
Chine	1,2% ↓	2,0% ↓	8,4%	7,8% ↑	3,4% ↓	3,3% ↓	2,0%	2,1% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 06.04.2020

Graphique du mois

Avancement de la recherche médicale contre le Covid-19 (valeurs approximatives)



Nombre de pays s'orientent vers un assouplissement progressif du confinement, en comptant sur les progrès de la recherche médicale. Premièrement, les capacités de tests diagnostiques doivent augmenter beaucoup plus vite. Deuxièmement, des tests d'anticorps fiables permettraient d'estimer les taux d'immunité, mais un grand nombre d'entre eux ne sont pas encore autorisés et ils seraient en outre peu fiables selon les premières études. Troisièmement, un traitement à base de médicaments existants susciterait de grands espoirs mais les dernières nouvelles de ce côté étaient décevantes. Enfin, un vaccin changerait vraiment la donne. Les experts espèrent qu'il verra le jour très vite mais la forte incertitude et le délai de développement moyen de 10 ans pourraient décourager les plus optimistes.

Etats-Unis

Le fond serait atteint en avril

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,0%	2020 : -4,0%
2021 : 3,7%	2021 : 3,9%

Du fait de la primauté des gouvernements fédérés, les Etats-Unis se sont ralliés au confinement plus tard et plus diversement que les autres pays. L'activité a plutôt bien résisté en mars même si la plupart des Etats ont connu une forme de confinement les 10 derniers jours du mois. Quoique affectées par le recul des prix de l'essence, les ventes de détail nominales étaient étonnamment indemnes en mars. La production industrielle a plus souffert, en recul de 6% pour le secteur manufacturier sur un mois. Nous attendons un décrochage encore plus marqué de l'activité en avril, suivi sans doute d'une reprise progressive en mai, grâce à l'allègement des restrictions. Que ce déconfinement soit souhaitable ou non sur le plan sanitaire (les nouveaux cas journaliers se stabilisaient, mais ne diminuaient pas encore à l'heure où nous écrivions ces lignes), il pourrait limiter les dégâts économiques immédiats. Aux Etats-Unis, l'indice des directeurs d'achats a moins chuté qu'en Europe en avril et nous prévoyons une croissance annuelle de -3,0% en 2020, un peu au-dessus du consensus. Le retour aux niveaux d'avant la crise sera toutefois beaucoup plus long que prévu (nous tablons actuellement sur le second semestre 2021 pour les Etats-Unis) en raison de difficultés persistantes pour certains secteurs (loisirs, tourisme, restaurants...) et le chômage grèvera encore la demande en 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 0,8%
2021 : 1,5%	2021 : 1,8%

Mars a confirmé la nature désinflationniste de cette crise. Outre le recul attendu des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente a chuté de 0,1% en un mois, tirée par les biens et par les services, mais le fait que le panier de calcul comporte notamment billets d'avion et nuitées d'hôtel, difficiles à consommer et dont les prix se sont effondrés pendant le confinement (qui a perturbé la collecte de statistiques), vient déformer les chiffres.

Zone euro

L'unité européenne à l'épreuve

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,8%	2020 : -5,7%
2021 : 5,9%	2021 : 5,4%

L'Europe lève certaines mesures imposées pour contenir la pandémie. Si certains magasins et services rouvrent sous de strictes conditions en Autriche et en Allemagne, la détente est bien plus prudente dans les pays les plus touchés, dont nos derniers calculs estiment la chute de la production économique à plus d'un tiers fin avril par rapport aux niveaux d'avant la crise. L'Allemagne devrait s'en tirer avec de vilaines égratignures en subissant une baisse d'environ 14% sur la période. Sachant en outre que les voyages internationaux feront partie des dernières activités libérées, les secteurs dépendants du tourisme seront très affectés par l'absence de déplacements étrangers. Les marchés du travail du sud de l'Europe se dégraderont fortement ces prochains mois sous l'effet du choc persistant sur la demande intérieure. Si le PIB global de la zone euro peut renouer avec ses niveaux d'avant la crise en 2022, l'Italie et l'Espagne devront encore attendre. Le filet de sécurité de la BCE a empêché les écarts de rendement des emprunts d'Etat italiens et espagnols de se creuser encore malgré la perspective d'un ratio dette/PIB supérieur à 150% en Italie. La politique budgétaire européenne a besoin d'une certaine mutualisation des risques. Sans le plan de relance proposé et d'autres mesures pour parachever l'union monétaire, le risque d'une « crise de l'euro 2.0 » pourrait bien réapparaître.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,2%	2020 : 0,4%
2021 : 1,3%	2021 : 1,3%

Cette crise est souvent comparée, à tort, à une fin de guerre, souvent suivie d'une forte inflation. Ici, le choc de l'offre et, partant, de la demande, dû au confinement a causé une sous-utilisation inédite de capacités de production pourtant intactes dans les infrastructures, l'industrie manufacturière et le marché du travail. L'écart de production ainsi créé doit être comblé avant que l'inflation ne représente un réel risque.

Allemagne

Le bilan pourrait être pire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -5,0%
2021 : 3,9%	2021 : 4,5%

Par rapport à la plupart de ses voisins de la zone euro, l'Allemagne semble se sortir de la pandémie et de la récession associée avec de vilaines égratignures seulement. Les indices du climat des affaires et du moral des ménages ont chuté à des niveaux inédits mais le système de santé allemand n'a jamais frôlé la surchauffe et le pays devrait connaître la reprise avant les autres grandes économies occidentales. Les usines automobiles reprennent la production et les magasins rouvrent déjà progressivement. Le dispositif de chômage partiel éprouvé de l'Allemagne et d'autres mesures de relance budgétaire représentant plus de 10% du PIB nominal allemand soutiendra une reprise graduelle au second semestre. Contrairement à la France, à l'Italie et à l'Espagne, le pays dépend moins des services, plus affectés que l'industrie par cette crise. La perte due au maintien partiel des interdictions de déplacement pendant l'été pourrait être compensée en partie par une demande intérieure accrue pour l'offre touristique nationale. Le plus grand risque serait une deuxième vague de contaminations, qui anéantirait durablement la demande étrangère pour l'industrie et l'ingénierie allemandes et déclencherait un nouveau resserrement des mesures de confinement.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,7%
2021 : 1,3%	2021 : 1,4%

Les Allemands réagissent généralement à l'assouplissement monétaire par une crainte de l'inflation. Ce fut le cas entre 2008 et 2012 au moins, même si les chiffres contredisaient toujours les Cassandre. Si le phénomène est réapparu avec les dernières mesures monétaires et budgétaires coordonnées, la chute des prix de l'énergie et le vaste écart de production induisent plutôt des risques déflationnistes, au moins à court terme. A moins que le pétrole ne remonte soudainement, l'inflation totale devrait rester inférieure à 2% jusqu'au terme de notre horizon prévisionnel, fin 2021.

France

Affectée par le poids des services

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,6%	2020 : -5,4%
2021 : 5,0%	2021 : 5,1%

Il y a un mois, notre scénario de base tablait sur une chute des PIB européens à 80-90% de la normale en mars et en avril. Cette hypothèse semble aujourd'hui trop optimiste. Nous avons encore abaissé nos prévisions de croissance annuelle et sommes ainsi légèrement en dessous du consensus pour 2020 et 2021. D'après l'institut français de la statistique, l'INSEE, le taux d'utilisation des capacités aurait chuté à 56% en mars, bien en deçà de la moyenne à long terme de 81%. En janvier, il atteignait encore 77%. Comme le confinement imposé en France est plus strict et qu'il doit durer plus longtemps qu'en Allemagne, nous prévoyons une reprise de l'activité au mieux à la fin du deuxième trimestre. Les services contribuant davantage à la création de valeur ajoutée en France qu'outre-Rhin, l'économie française avait mieux résisté lors des crises précédentes, depuis 2008. Or, cette fois-ci, les services sont les plus affectés par la récession. D'après les chiffres préliminaires, l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur tertiaire aurait chuté à 10,4 en avril, un plus-bas depuis sa création en 1998. L'indice PMI de l'industrie manufacturière a lui aussi chuté à un niveau récessionniste, sans toutefois tomber très en deçà des niveaux de la grande récession de 2008-2009.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,2%	2020 : 0,4%
2021 : 1,3%	2021 : 1,3%

Le recul des prix de l'énergie annonce une inflation très faible en 2020 et les investisseurs ont bien le temps d'évaluer les risques d'une flambée future. Le virus pourrait déboucher à moyen terme sur une démondialisation partielle qui n'élèvera pas forcément les prix sachant que les producteurs ne sont pas en mesure de répercuter la hausse des coûts sur leurs clients. Comme le PIB ne reviendra sans doute au niveau d'avant la crise qu'en 2022, l'écart de production devrait rester durablement négatif.

Royaume-Uni

Récession sévère et reprise lente

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,2%	2020 : -5,4%
2021 : 3,6%	2021 : 4,7%

Le Royaume-Uni a tardé à imposer le confinement et il le lèvera après la plupart des pays du continent. Les nouveaux cas journaliers ne diminuant pas durablement fin avril, le gouvernement a prolongé les mesures jusqu'en mai, sans préciser son plan de déconfinement. Les retombées économiques sont encore peu visibles. La seule statistique économique publiée pour mars, les ventes de détail, accusait un repli de 3,7% par rapport à février, le plus marqué de son histoire sur un mois, mais le pire est à venir. L'indice des directeurs d'achats des services a connu une chute inédite en avril à 13,4 points, qui signifie que quasiment aucune entreprise interrogée n'a vu son activité s'améliorer par rapport à mars. Comme dans les autres pays développés, la récession britannique devrait être plus sévère et plus longue que prévu, d'où l'abaissement significatif de nos prévisions de croissance de -1,4% à -4,2%. Les effets sur la demande privée dépendront du marché du travail, dont l'évolution est difficile à évaluer sachant que le plan de sauvegarde de l'emploi du gouvernement reste très flou. A l'heure où nous écrivons ces lignes, environ 4 millions de salariés étaient concernés, ce qui reste modeste par rapport aux dispositifs de chômage partiel similaires et bien établis du monde germanophone. Ajoutons que ce plan pour l'emploi britannique n'est mis en place que jusqu'à fin juin, sans doute trop tôt pour éviter une envolée du taux de chômage.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 1,0%
2021 : 1,7%	2021 : 1,6%

Le rapport sur l'inflation de mars indiquait comme prévu une forte baisse des prix de l'énergie et des signes clairs d'un « effet coronavirus ». L'inflation était plus marquée pour les biens et services très demandés, dans la santé ou les télécommunications, tandis qu'elle ralentissait dans les secteurs perturbés comme l'hôtellerie-restauration ou les loisirs. Nous pensons que cette crise aura une influence globalement désinflationniste.

Suisse

Le filet de sécurité tient le choc

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -3,3%
2021 : 3,6%	2021 : 3,6%

D'après le Secrétariat d'Etat suisse à l'économie, le SECO, les demandes d'indemnisation au titre du chômage partiel seraient montées à 1,85 million, ce qui représente à peu près un tiers des salariés du pays. Environ la moitié ont été acceptées à ce jour. Parallèlement, le nombre de personnes sans emploi devrait monter à 155 000 fin avril, tirant le taux de chômage de 2,5% fin 2019 à 3,4%. Malgré cette accélération rapide, le filet de sécurité que constitue le dispositif de chômage partiel semble tenir pour le moment. L'amélioration de la situation sur le plan médical incite la Suisse à lever progressivement les restrictions. Les dégâts économiques sont toutefois probablement plus graves que nous ne le pensions le mois dernier. Nous prévoyons dorénavant une contraction du PIB de 3,1% en raison des mesures de lutte contre le COVID-19, contre -1,3% il y a un mois. Ces projections restent néanmoins très incertaines et l'effet du confinement varie selon les secteurs. Tout en estimant qu'un tiers de l'économie (notamment les services financiers, l'éducation, la santé ou l'administration) sera globalement épargné par la pandémie, les autres activités devraient être affectées dans des proportions allant de 5% à 80% par rapport aux niveaux d'avant la crise. Les deux secteurs les plus touchés (hôtellerie et loisirs) ne devraient pas renouer à plus de 75% avec leurs niveaux d'activité antérieurs avant fin 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,5%	2020 : -0,5%
2021 : 0,6%	2021 : 0,5%

La Suisse a replongé dans la déflation, avec une baisse annuelle de l'indice des prix à la consommation. L'inflation devrait chuter à -0,7% en avril sous l'effet de l'effondrement des prix de l'énergie et du franc fort. Comme nous tablons sur une normalisation relative de l'activité mondiale au second semestre, les prix de l'énergie devraient remonter petit à petit et alimenter une remontée de l'inflation l'an prochain.

Japon

Un numéro d'équilibriste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,9%	2020 : -3,3%
2021 : 2,6%	2021 : 2,1%

Alors même que le Japon fut l'un des premiers pays développés touchés par le coronavirus, ses taux d'infection étaient restés très faibles avant de décoller durant la dernière semaine de mars. Le nombre de cas comme la mortalité du virus sont toutefois restés relativement bas. Le gouvernement s'est également efforcé d'adopter une stratégie comparable à celle de la Suède. Le Premier ministre Shinzo Abe a bien déclaré l'état d'urgence en avril, mais sans aucune mesure de confinement à part la fermeture des écoles. La plupart des règles de distanciation sociale sont toujours recommandées, et non imposées. Cette stratégie vise officiellement à trouver un équilibre entre risque sanitaire et économique et elle semble efficace à ce jour. L'économie japonaise subira bien sûr une grave récession au premier semestre 2020 mais l'indice des directeurs d'achats d'avril suggère que les entreprises nipponnes auraient moins souffert que leurs homologues européennes. Le gouvernement a toutefois pris de nouvelles mesures en avril, d'une valeur annoncée de 20% du PIB (les chiffres annoncés sont généralement surévalués), versements directs aux entreprises et aux ménages inclus. Parallèlement, la Banque du Japon déclarait qu'elle achèterait autant d'obligations souveraines que nécessaire pour maintenir des rendements conformes aux objectifs, ce qui pourrait ouvrir la voie à des mesures budgétaires supplémentaires.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,1%	2020 : -0,1%
2021 : 0,3%	2021 : 0,2%

En 2020, l'économie japonaise n'évitera la déflation sur l'année pleine que grâce au relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre 2019. La baisse des tarifs de l'énergie, la hausse du yen depuis le début de l'année et le recul de la consommation devraient exercer une pression baissière sur les prix au cours des prochains mois. Les tensions sur les salaires, étonnamment vives jusqu'en février, devraient également retomber, parallèlement à la chute du ratio emplois/candidats en mars.

Chine

Forte contraction de l'économie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 2,0%
2021 : 8,4%	2021 : 7,8%

L'économie chinoise s'est contractée de 6,8% en glissement annuel au premier trimestre en raison d'un confinement national, fermetures d'usines incluses, qui a fortement désorganisé l'activité économique. Les indicateurs mensuels faisaient toutefois état d'une reprise généralisée en mars. La situation s'est nettement améliorée en particulier du côté des entreprises, avec un rebond de la production industrielle, passée à -1,1% après une baisse à deux chiffres en février. Du côté de la consommation, la situation semble moins encourageante, comme l'atteste la remontée très timide des ventes de détail, qui reculaient toujours à deux chiffres en mars. Outre cette amélioration minimale de la demande intérieure, la demande extérieure pose un problème supplémentaire du fait de la récession mondiale. Nous avons donc abaissé de 3,8% à 1,2% nos prévisions de croissance annuelle du PIB. Nous prévoyons une reprise continue mais progressive de l'activité économique suite à la levée générale des mesures de confinement et à la mise en place d'un système de prévention à base de traçage numérique. Le principal risque pour nos prévisions résiderait dans une deuxième vague d'infections, à l'heure où émergent de nouveaux foyers de contamination. Ainsi, la ville de Harbin, au nord-est du pays, a récemment enregistré une recrudescence de cas correspondant à des voyageurs chinois qui arrivaient de Russie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,4%	2020 : 3,3%
2021 : 2,0%	2021 : 2,1%

L'inflation de mars a ralenti davantage que prévu, l'allègement des tensions sur certains produits alimentaires tirant leurs prix à la baisse tandis que le cours du pétrole s'effondrait. Hors alimentaire et énergie, l'inflation sous-jacente est en outre restée très faible, à 1,2%. Nous pensons que l'inflation poursuivra sa modération en raison d'une demande atone et d'un pétrole au plus bas, d'où la révision en baisse de nos estimations d'inflation annuelle de 3,6% à 3,4%.

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



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

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 Managers, 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, 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 Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 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, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.