

Juillet 2019

## A retenir

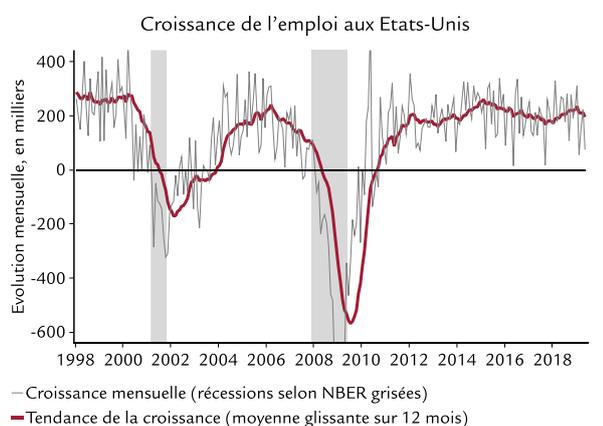
- Aucune accélération du risque de récession en vue venant du marché de l'emploi américain
- Persistance des obstacles politiques en zone euro
- En Suisse, demande étrangère pénalisée par le conflit commercial et révision des projets d'embauche

## Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 10 juin 2019

## Graphique du mois



Déception sur le marché américain du travail en mai : faible hausse des emplois non agricoles et ralentissement de la croissance des salaires. Les acteurs du marché, déjà inquiets de risques de récession à moyen terme, misent de plus en plus sur une baisse des taux directeurs de la Fed cette année. Le revirement de tendance de la croissance de l'emploi est inquiétant, car il peut être annonciateur d'une récession prochaine. Toutefois, nous tenons à nous garder d'extrapoler cette récente faiblesse. En effet, des indicateurs prospectifs comme les prévisions d'embauche, les postes vacants et les composantes emploi des enquêtes ISM sont stables à de très bons niveaux ou en amélioration.

## Etats-Unis

### Le consommateur imperturbable

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,4%	2019 : 2,5%
2020 : 1,8%	2020 : 1,8%

La détérioration du conflit commercial et les craintes de récession sur les marchés financiers semblent laisser insensible le consommateur américain. D'après les données mensuelles disponibles, les ventes au détail ont même accéléré au second trimestre, et les indicateurs du moral des ménages évoluent à des niveaux très élevés. Comme ailleurs dans les pays industrialisés, le secteur tertiaire reste imperméable à la faiblesse persistante du secteur manufacturier. La position plus rassurante de la Fed et une baisse probable des taux directeurs en 2019, comme «assurance» contre le conflit commercial, devraient soutenir la consommation et le marché résidentiel à court terme. Le PIB croîtrait alors autour de son potentiel sur le reste de l'année. Cela étant, les risques de récession à moyen terme ont augmenté selon nous. L'escalade du conflit commercial et l'incertitude qui en découle pourraient commencer à peser sur les instincts des entreprises. Avec les pressions croissantes sur les marges, traduites par une inflation atone persistante et des coûts salariaux en hausse, les créations d'emploi et l'investissement pourraient souffrir davantage et l'expansion américaine record s'essouffler. Nous surveillons donc de près la croissance de l'emploi, le crédit bancaire et les enquêtes économiques, tous en recul depuis des niveaux très favorables.

#### Inflation

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

Le plus surprenant cette année a été la faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente américaine, des biens comme des services. D'autres mesures de cette inflation ainsi que la croissance des salaires sont restées longtemps au beau fixe, mais ont aussi amorcé un ralentissement dernièrement. Au vu également de la forte chute des cours du brut (probablement excessive au vu des risques politiques actuels au Moyen-Orient), nous avons abaissé notre prévision d'inflation globale annuelle de 1,9% à 1,8%.

## Zone euro

### Obstacles politiques persistants

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,1%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Dès l'élection de Donald Trump en 2016, nous avons revu à la baisse nos prévisions de dynamique commerciale globale par anticipation de politiques commerciales déstabilisantes. Ainsi, l'an dernier, notre prévision de croissance pour la zone euro en 2019 était relativement prudente alors que l'optimisme régnait. Depuis, le pessimisme a gagné analystes et investisseurs, sur fond de tensions commerciales mondiales grandissantes. Notre prévision s'est ainsi soudainement transformée en consensus. Nous nous abstenons toutefois d'abaisser nos prévisions pour 2019 et 2020 du fait de l'apparente résistance de la demande intérieure. Les consommateurs profitent d'embellies sur le front de l'emploi et la politique fiscale devrait favoriser la croissance cette année. Alors qu'en Allemagne, les indicateurs du moral ambiant reculent au second trimestre, le dynamisme de régions et secteurs moins exposés aux tensions commerciales justifie une prévision de croissance autour du potentiel de la région. Néanmoins, les motifs d'inquiétude pour 2020 ne manquent pas et notre prévision de croissance est inférieure au consensus. De nombreux obstacles politiques (conflit commercial, Brexit, tensions Italie-UE) devraient demeurer et continuer de peser sur la croissance en 2020.

#### Inflation

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

L'inflation « proche de, mais inférieure à 2% » visée par la BCE reste hors de portée. Les quatre poids lourds de la zone euro affichent une inflation inférieure ou égale à 1,3%. A mesure que les salaires augmentent, la compression des marges constitue un risque majeur. Des enquêtes économiques indiquent un recul des attentes de prix de vente chez 18 des 19 Etats membres par rapport à 2018. Chypre fait figure d'exception avec ses entreprises davantage en mesure d'augmenter les prix.

## Allemagne Pessimisme dominant

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,1%	2019 : 0,8%
2020 : 1,3%	2020 : 1,4%

Chez les économistes, le climat concernant l'Allemagne a continué de se dégrader au second trimestre 2019. Il y a moins d'un an, notre prévision de 1,3% de croissance était relativement prudente. Parmi toutes celles réunies par Consensus Economics, nous avons aujourd'hui la prévision de hausse du PIB la plus optimiste en 2019. La Bundesbank conforte les sceptiques. Selon sa dernière évaluation, le repli du PIB au deuxième trimestre s'explique par la faiblesse persistante des activités manufacturière et d'exportation. En 2019, elle attend un PIB réel en hausse d'à peine 0,6% par rapport à 2018, et de 1,2% en 2020. En décembre dernier, elle tablait encore sur 1,6% pour ces deux années. Notre prévision diverge, car nous anticipons une demande intérieure plus soutenue. Certes, le taux d'utilisation des capacités dans l'automobile n'a pas retrouvé sa vigueur cette année, et la contraction du marché du travail s'est probablement achevée dans le secteur secondaire. Toutefois, les ménages consomment toujours et l'activité de construction devrait largement favoriser la croissance en 2019 et en 2020. Les hypothèses du solde budgétaire primaire ajusté du cycle tendent vers une part record de l'impulsion fiscale dans le PIB nominal par rapport à 2010.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,5%
2020 : 1,7%	2020 : 1,6%

L'inflation globale a fortement baissé en juin après un pic temporaire dû à des fêtes de Pâques tardives. Selon les données préliminaires, l'inflation a chuté à 1,3%, soit moins que nos 1,4% prévus. La tendance baissière des prix de l'énergie nous pousse à réévaluer notre profil d'inflation et à abaisser la prévision pour 2019 à 1,4%. Les chiffres de l'inflation globale continuent d'évoluer en dents de scie en raison de l'effet de base dû aux fluctuations du prix du pétrole en 2018. Le taux global devrait passer sous 1% au troisième trimestre, puis au-delà de 2% début 2020.

## France Un mini-cycle distinct

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

L'économie tricolore est bien moins affectée par les vents contraires que ses voisins allemand, suisse ou italien. Les détails des derniers indices composites des directeurs d'achat révèlent que les commandes auprès des entreprises françaises sont repassées au-dessus de la barre fatidique des 50 points sur les deux derniers mois, alors que de l'autre côté du Rhin et des Alpes, les commandes continuent de reculer. Le cycle économique français, davantage tourné vers le marché national, semble plus sensible aux évolutions politiques intérieures qu'au conflit sino-américain. Ainsi, l'impact des réformes d'Emmanuel Macron et le mouvement des gilets jaunes s'y opposant semblent bien plus pertinents pour expliquer la dynamique de croissance actuelle. L'indice de confiance des consommateurs de l'INSEE et de nombreuses enquêtes économiques se sont nettement améliorés depuis les plus bas observés en décembre 2018, où les manifestations des gilets jaunes pesaient lourdement sur l'activité économique. Les réformes du marché du travail portent leurs premiers fruits avec des données en amélioration et un optimisme croissant des consommateurs quant à leurs perspectives d'emploi. Sur la base des données effectives de la consommation privée et la production manufacturière, nous avons légèrement relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2019.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,2%	2019 : 1,2%
2020 : 1,6%	2020 : 1,4%

Notre prévision d'inflation reste inchangée pour 2019 comme 2020. La pression inflationniste intérieure suggère que la politique monétaire de la BCE convient à la France et qu'aucune normalisation à court terme n'est en vue. Le risque inflationniste s'infléchit du fait de la tendance baissière des prix de l'énergie. En outre, des cotisations sociales plus faibles réduisent le coût du travail. Si les entreprises de services les répercutent sur les consommateurs, l'inflation devrait être encore inférieure à nos attentes actuelles.

## Royaume-Uni

### Retour à la réalité

#### Croissance du PIB

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

Nous l'avons dit plusieurs fois : les chiffres du premier trimestre peignaient un portrait trop flatteur de l'économie, la hausse des stocks améliorant la croissance. Cela dit, nous avons été surpris par l'ampleur du revers essuyé par l'activité en avril et par la plongée en territoire négatif de l'indice des directeurs d'achat. Nous avons donc baissé notre prévision de PIB annuel de 1,4% à 1,2%. Selon l'enquête des agents de la Banque d'Angleterre, les intentions d'investissement dans les secteurs secondaire et tertiaire sont à leur plus bas depuis 2008 et ne devraient pas s'améliorer de sitôt en raison du Brexit. Tous les candidats à la succession de Theresa May à la tête du parti conservateur ont promis de renégocier un accord avec l'UE. En cas d'échec, certains menacent de quitter l'UE sans accord le 31 octobre prochain, choisissant la mesure draconienne de suspension du Parlement s'il reste opposé au « no deal ». Nous pensons toujours qu'un nouveau report, potentiellement suivi d'élections anticipées, est le scénario le plus probable. Nous estimons à environ 30% la probabilité d'une sortie sans accord, en deçà du consensus actuel à 32%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,8%	2019 : 1,9%
2020 : 2,0%	2020 : 2,0%

Nous avons abaissé notre prévision 2019 de 1,9% à 1,8%, en intégrant les chiffres de l'inflation légèrement décevants depuis le début de l'année et le récent repli des prix du pétrole. La trajectoire de l'inflation repose sur les évolutions de change et donc le Brexit. La livre semblant avoir absorbé une forte négativité, nous n'attendons pas de dépréciation significative dans notre scénario de base, ce qui devrait limiter les risques de hausse de l'inflation.

## Suisse

### Prudence à l'embauche

#### Croissance du PIB

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

La prévision du consensus de croissance du PIB réel a été légèrement revue à la hausse dans le sillage de données étonnamment solides au premier trimestre. Notre propre prévision pour 2019 est donc identique au consensus, tandis que nous sommes un peu plus prudents pour 2020. Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) attend un rebond de l'activité économique après un passage à vide et table sur un PIB en hausse de 1,7% en 2020. Le SECO est nettement plus optimiste que nous s'agissant des dépenses d'investissement des entreprises dans l'équipement et les logiciels en anticipant une croissance de 3,2% de cette composante du PIB en 2020 (après 0,8% en 2019). Notre prévision est plus réservée : les dépenses des entreprises devraient augmenter de 1,1% cette année et 1,2% en 2020. Nous considérons que les risques d'une récession superficielle à moyen terme ont augmenté dans les économies japonaise, allemande ou britannique. Les secteurs exportateurs suisses devraient donc répondre aux vents contraires qui se lèvent par des investissements et un recrutement prudents.

#### Inflation

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

La prévision conditionnelle d'inflation est un outil de communication essentiel de la Banque nationale suisse (BNS). Selon les projections de juin 2019, l'inflation ne dépassera pas 1,5% d'ici le premier trimestre 2022, même en cas de maintien de la politique monétaire actuelle. Dans un futur proche, nous attendons l'inflation dans la zone cible de la BNS, à savoir 0% à 2%. A court terme, la baisse des prix de l'énergie en juin a même entraîné un nouvel abaissement de notre prévision annuelle pour 2019.

## Japon

### Un cycle d'investissement installé

Déjà surprenante en prévision initiale, la croissance japonaise a été revue à la hausse en publication définitive grâce aux investissements des entreprises meilleurs que prévus. Nous avons donc relevé la prévision annuelle de 10 pb, à 0,7%, même si la croissance trimestrielle devrait être bien inférieure sur le reste de l'année. En effet, le conflit commercial et le raffermissement du yen pèsent sur la demande extérieure et les exportations ; la forte chute des importations au premier trimestre devrait, elle, s'inverser lors des prochains trimestres. La consommation des ménages devrait aussi rester faible, leur moral étant au plus bas depuis début 2015. Les salaires réels sont comprimés par le cumul de la stagnation des salaires nominaux et une inflation temporairement plus élevée. Le principal moteur de croissance est l'investissement des entreprises avec un cycle positif toujours en place sur fond de marché du travail très tendu et de taux d'intérêt historiquement bas.

## Chine

### Economie sous pression

Notons un ralentissement généralisé de l'activité chinoise en mai suite au regain de tensions avec Washington au début du mois. La production industrielle annuelle a ralenti à 5,0%, un plus bas depuis 2002. Au plus bas aussi, depuis 9 mois, les investissements en actifs immobilisés, en baisse dans l'immobilier et les infrastructures. Seules les ventes au détail ont grimpé. Une partie est sûrement due au décalage de la Fête du Travail, et à davantage de jours fériés en mai par rapport à l'an dernier. La pression est donc sur les dirigeants chinois pour prendre des mesures de relance et éviter un net ralentissement. La Chine peut se permettre des mesures d'assouplissement : baisses ciblées et généralisées du ratio des réserves obligatoires des grandes banques du pays, rabais fiscaux pour les entreprises touchées par les droits de douane, émissions d'obligations d'Etat locales pour soutenir les investissements en infrastructures, amélioration de l'exécution des baisses de taxes et frais déjà promises.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**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](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, Swiss Life Invest GmbH, 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., 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.