

Août 2019

A retenir

- L'assouplissement des conditions financières remonte le moral des ménages américains
- L'activité industrielle allemande ne montre aucun signe d'amélioration
- La chute des prix des importations nous incite à revoir à la baisse nos prévisions d'inflation en Suisse

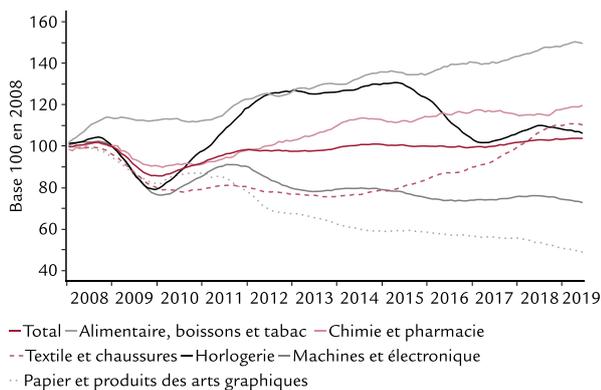
Prévisions comparées

	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%	1,9% ↑	1,8%	1,9%	2,2%	2,1%
Zone euro	1,0% ↓	1,1%	1,0% ↓	1,2% ↑	1,3%	1,3%	1,5% ↓	1,4%
Allemagne	0,7% ↓	0,7% ↓	0,9% ↓	1,4% ↑	1,5% ↑	1,5%	1,7%	1,6%
France	1,4% ↑	1,3%	1,2%	1,3%	1,2%	1,2%	1,5% ↓	1,4%
Royaume-Uni	1,2%	1,3% ↓	1,2%	1,3% ↓	1,9% ↑	1,9%	2,0%	2,0%
Suisse	1,1% ↓	1,3%	1,2% ↓	1,5%	0,6%	0,6%	0,7% ↓	0,6% ↓
Japon	0,7%	0,7% ↓	0,4%	0,3% ↓	0,6%	0,6%	1,0%	0,8% ↓
Chine	6,1%	6,2% ↓	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, 08.07.2019

Graphique du mois

Suisse : exportations de certains groupes de marchandises (à prix constants)



MACROBOND

D'après les douanes suisses, le commerce extérieur a enregistré de nouveaux records dans les deux sens. Pourtant, un examen plus attentif des chiffres depuis 2008 montre que les exportations totales n'ont progressé que de 4% en plus de dix ans, une hausse liée avant tout au secteur pharmaceutique, en particulier aux produits du plasma sanguin. Les exportations de machines et de produits papetiers ont chuté de plus de 25%. La forte croissance de l'alimentaire et des boissons est tirée par les ventes de capsules de café partout dans le monde. La remontée récente du textile et des chaussures est trompeuse, puisque les statistiques ne tiennent pas compte des articles retournés par les consommateurs qui avaient acheté en ligne.

Etats-Unis

Des conditions financières idéales

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,4%	2019 : 2,5%
2020 : 1,8%	2020 : 1,9%

La perspective d'une baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale et la trêve du conflit commercial sino-américain décidée lors du sommet du G20 ont tiré à la hausse les actions comme les obligations. Après un pic au tournant de l'année, les conditions financières se sont donc nettement détendues aux Etats-Unis et n'avaient plus été aussi favorables depuis septembre 2018. Leurs fluctuations se reflètent dans les dernières enquêtes auprès des ménages : encouragés également par une forte augmentation des salaires réels, les consommateurs n'avaient jamais envisagé leur avenir financier avec autant d'optimisme depuis 2004. En conséquence, la consommation a rebondi au deuxième trimestre après un début d'année plutôt déprimé, et les perspectives restent positives pour le second semestre. En parallèle, le cycle d'investissement et de production manufacturière des Etats-Unis reste baissier. La production industrielle a reculé une nouvelle fois au deuxième trimestre et les carnets de commandes sont maigres en regard de leurs niveaux passés. Les indices du sentiment manufacturier devraient dénoter un soulagement en juillet, suite à l'apaisement du conflit commercial, mais nous n'attendons pas de reprise significative des dynamiques industrielles sachant que l'incertitude de la politique commerciale américaine devrait resurgir et que les entreprises hésitent encore considérablement à investir.

Inflation

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

L'inflation sous-jacente a rebondi à 2,1% en juin, un élan inattendu qui conforterait la remontée des prévisions d'inflation déduites du marché. La hausse vient de catégories (textile, voitures d'occasion) inexplicablement faibles les mois précédents. Nous attendons une inflation sous-jacente à 2,2% en août, puis une stabilisation à ce niveau jusqu'à la fin de l'année. L'inflation totale a sans doute atteint son plus-bas en juin (1,6%) et devrait remonter sous l'effet des prix de l'énergie.

Zone euro

Le moteur de la croissance tousse

Croissance du PIB

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

Devenus bien plus prudents envers l'Allemagne, nous avons abaissé nos prévisions de croissance moyenne du PIB réel pour 2019 et 2020. Rien que sa taille signifie qu'une légère récession dans ce pays occulterait toute les tendances positives visibles ailleurs dans la zone euro. Les perspectives économiques se sont indéniablement dégradées également en Autriche, pays exposé comme son grand voisin au choc externe causé par l'incertitude des relations commerciales internationales. Les industries manufacturières dans ces deux pays ont créé de nombreux emplois ces dernières années, bénéficiant d'un euro faible et d'un financement bon marché. La chute de la demande mondiale et les difficultés de l'industrie automobile européenne se traduisent par un repli des entrées de commandes. Au cours des derniers mois, les indices locaux des directeurs d'achat du secteur manufacturier (PMI) dans les deux économies tendent à la baisse et dénotent une réduction de l'activité industrielle. Citons enfin l'Italie, autre Etat membre de nouveau exposé au risque d'une récession temporaire. En même temps, l'économie en France, et aux Pays-Bas semble jusqu'ici moins affectée par les turbulences mondiales. La confiance des ménages s'y est redressée au deuxième trimestre, et l'indice PMI manufacturier se maintient depuis le début de l'année au-dessus de la limite d'expansion des 50 points.

Inflation

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

Avant la réunion de juillet de la Banque centrale européenne, il y avait des spéculations que la BCE envisagerait de revoir son objectif d'inflation. On peut se demander si l'abandon officiel d'une cible « proche de 2%, mais inférieure » tirera les prévisions d'inflation à la hausse. En principe, la BCE a d'ores et déjà un objectif d'inflation symétrique et elle a fait savoir qu'elle était prête à accepter un sursaut temporaire des prix.

Allemagne Stagnation au second trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,7%	2019 : 0,7%
2020 : 0,9%	2020 : 1,4%

Ces dernières semaines sont arrivées davantage de statistiques relatives à la conjoncture du deuxième trimestre 2019. Ces chiffres confirment les déclarations antérieures de la Bundesbank, qui avait annoncé que l'activité avait encore ralenti dans la première économie de la zone euro, d'où l'abaissement de nos prévisions de croissance pour 2019 et 2020. Contrairement au premier trimestre, le BTP pourrait avoir pesé sur la croissance des trois mois d'avril à juin. Les indicateurs avancés du secteur manufacturier annoncent une poursuite de la contraction de la production industrielle au troisième trimestre. Dans l'enquête Ifo auprès des entreprises industrielles, une majorité d'entre elles tablent sur un recul de leur production au cours des trois prochains mois – la valeur de ce sous-indice est la plus basse depuis décembre 2012. L'indicateur d'activité phare de l'Ifo dénote un ralentissement persistant pour tous les secteurs en Allemagne. Des mesures budgétaires particulièrement favorables cette année et la demande soutenue des ménages devraient empêcher l'économie de basculer dans la récession, mais les incertitudes du commerce international contrarient toujours le secteur privé. Nous pensons que les entreprises allemandes réagiront aux turbulences en réduisant leurs investissements et leurs projets d'embauche.

Inflation

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

Les prix à la consommation confirment que le ralentissement économique décrit ci-dessus provient d'un choc exogène. Les prestataires de services pour le marché intérieur semblent pouvoir fixer leurs prix de manière satisfaisante. L'inflation annuelle des services atteint 1,9%, avec des hausses supérieures à 3% pour les réparations automobiles, les aides à la personne, les billets de train et les voyages à forfait. L'inflation totale s'est révélée supérieure aux estimations dans les chiffres révisés de juin, principalement en raison du renchérissement des produits alimentaires.

France A contre-courant

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,3%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Comme nous l'expliquions le mois dernier, l'économie française est moins exposée aux turbulences mondiales que d'autres pays européens comme l'Allemagne ou la Suisse. Tandis que la production industrielle allemande chutait de 3,7% sur 12 mois en mai, celle de la France augmentait de 4,0%. Le moral des entreprises est resté relativement positif au deuxième trimestre 2019, avec des indices des directeurs d'achats dans la zone d'expansion aussi bien pour l'industrie que pour les services. L'Institut national de la statistique (INSEE) indique que la confiance des ménages se serait encore redressée en milieu d'année et aurait dépassé sa moyenne à long terme de 100 points pour la première fois depuis avril 2018. Nous supposons que le taux de chômage aura encore reculé au deuxième trimestre, mais les chiffres officiels du marché du travail ne seront publiés que le 14 août. Avec un certain retard sur les autres membres de la zone euro, le taux de chômage français pourrait être retombé à un niveau jamais vu depuis plus de dix ans. Parallèlement, le gouvernement utilise pleinement sa marge de manœuvre budgétaire, avec un déficit public attendu à 3,1% du PIB pour cette année. Le rapport de la Commission européenne de juin qualifie de « marginal et temporaire » cet écart par rapport aux règles du pacte de stabilité et de croissance.

Inflation

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

Les réformes du marché du travail en France devraient modérer la dynamique de croissance des salaires à moyen terme. La baisse des cotisations sociales abaisse le coût du travail et, en fonction de la proportion de ces économies que les entreprises sont prêtes à répercuter sur leurs clients, nos prévisions d'inflation pourraient s'avérer trop élevées. Des facteurs haussiers existent toutefois : regain de vigueur des prix de l'énergie ou, dans une moindre mesure, hausse des prix des importations due à la dépréciation de l'euro par rapport au dollar.

Royaume-Uni

Le marché du travail se durcit

Croissance du PIB

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

L'incertitude du Brexit se ressent cette année sur les indices d'activité et de sentiment économique. Les statistiques déjà disponibles laissent prévoir une contraction de l'économie britannique au deuxième trimestre, et les enquêtes auprès des entreprises semblent annoncer une croissance atone jusqu'à la fin de l'année. Le nouveau Premier ministre Boris Johnson tentera bientôt de renégocier l'accord sur le Brexit mais il ne reste que trois mois et l'UE semble peu disposée à accorder des concessions significatives. L'incertitude quant à l'issue du processus devrait donc monter à court terme. Le marché du travail semble avoir été miraculeusement épargné par les retombées du Brexit – il en aurait même profité : bien que la croissance de l'emploi ait marqué le pas en 2019, le taux de chômage s'est stabilisé à 3,8%, son plus bas niveau depuis le milieu des années 1970. Le Brexit a probablement accru la tension du marché du travail en réduisant fortement l'immigration nette venue de l'UE depuis le référendum de juin 2016, ce qui a porté la hausse annuelle des salaires à 3,6% dernièrement, un record depuis la crise financière. La Banque d'Angleterre ne devrait toutefois envisager aucun resserrement monétaire et nous pensons qu'elle restera attentiste, entre incertitude économique et assouplissement des politiques des autres banques centrales.

Inflation

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

L'inflation de juin s'étant révélée légèrement supérieure à nos projections, nous avons relevé de 1,8% à 1,9% notre estimation pour 2019. L'orientation de l'inflation dépend de celle des taux de change, et donc de l'évolution du Brexit. Comme la livre sterling semble déjà intégrer de nombreux éléments négatifs, nous doutons qu'elle se déprécie encore beaucoup, ce qui limite les perspectives de hausse de l'inflation.

Suisse

Double peine pour l'économie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,1%	2019 : 1,3%
2020 : 1,2%	2020 : 1,5%

La Suisse est particulièrement exposée aux incertitudes des politiques commerciales internationales. Aucun autre pays développé ne réalise une aussi large part de ses exportations (3,5% du PIB) vers la Chine et le ralentissement sensible de l'activité économique de l'Allemagne, son premier partenaire commercial, se ressent sur les carnets de commandes de ses entreprises. C'est pourquoi nous prenons avec des pincettes les volumes d'exportations record annoncés pour le deuxième trimestre (voir p. 1) car, même si les ventes à l'étranger se sont envolées, elles ont sans doute atteint leur pic. L'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier a basculé dans la zone de contraction au deuxième trimestre. A 47,7 points, son niveau de juin était le plus bas depuis octobre 2012, suggérant que l'activité industrielle serait même passée en dessous des niveaux consécutifs au choc monétaire de 2015. En sus du ralentissement des dynamiques commerciales, le rebond du franc (de nouveau surévalué de 10% par rapport à l'euro selon les critères habituels) devrait peser sur la demande extérieure à l'avenir et affectera l'activité dans les régions touristiques alpines concurrencées par les stations françaises et autrichiennes voisines. De même, les Suisses auront davantage intérêt à faire leurs achats de l'autre côté de la frontière.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,6%	2019 : 0,6%
2020 : 0,7%	2020 : 0,6%

Le retour à une attitude accommodante des banques centrales des Etats-Unis et de la zone euro a entraîné une revalorisation du franc, dont le taux de change effectif a progressé de plus de 4% depuis juillet 2018. En Suisse, les indices des prix à la production et des importations ont reculé de 1,4% sur l'année à fin juin, reflet de la détente des prix de l'énergie et de la remontée du franc. Prévoyant une répercussion de la baisse des prix des importations sur les tarifs demandés aux consommateurs, nous avons abaissé nos prévisions d'inflation pour 2020.

Japon

Pas de fin des Abenomics en vue

Le renouvellement de la moitié des sièges de la Chambre haute le 21 juillet s'est soldé par la perte de la super-majorité des deux tiers de la coalition du Premier ministre Shinzo Abe et contrarie sérieusement son objectif de long terme de réformer une constitution pacifiste. Economiquement, l'issue pourrait se révéler positive en recentrant le gouvernement sur les Abenomics, puisque la coalition conserve une nette majorité aux deux Chambres. La prochaine étape sera la hausse controversée de 8% à 10% de la taxe sur la consommation en octobre, censée réduire le déficit structurel du Japon. Même si l'effet négatif sur la consommation est atténué par de nombreuses dépenses publiques, le moment de cette hausse est mal choisi : l'industrie manufacturière japonaise subit un repli cyclique encore aggravé par les tensions commerciales régionales, la dernière en date concernant la restriction des exportations de produits chimiques japonais essentiels à la technologie sud-coréenne. Nous attendons une croissance inférieure à son potentiel en 2019 (0,7%) comme en 2020 (0,4%).

Chine

L'économie est vouée à ralentir

L'économie du deuxième trimestre a enregistré sa plus faible croissance en 27 ans, à 6,2% en glissement annuel (6,4% au premier trimestre). Ce ralentissement reflète l'atonie des exportations, due avant tout au conflit commercial avec les Etats-Unis, et la faible demande des grands partenaires commerciaux de la Chine. L'altération du sentiment économique a aussi freiné les investissements, surtout industriels. Les statistiques économiques de juin ont pourtant dépassé les attentes en révélant une amélioration de la production industrielle, de la FBCF et des ventes de détail. Nous jugeons cette reprise provisoire car elle procède d'éléments exceptionnels : les ventes de détail ont ainsi profité des colossales remises accordées par les concessionnaires automobiles avant l'adoption d'une nouvelle norme d'émission au 1^{er} juillet. Malgré la trêve commerciale avec les Etats-Unis conclue lors du G20 fin juin, certaines positions toujours opposées sur des sujets majeurs rendront les négociations futures ardues. Une grande incertitude pèse ainsi sur le retour des menaces douanières.

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, 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.