

Août 2020

A retenir

- La reprise suit son cours, avec des dynamiques à court terme plus puissantes en Europe qu'aux Etats-Unis.
- PIB : mois d'avril décevant en France, faible mois de mai au Royaume-Uni, mais la Chine se redresse plus vite.
- Si les risques politiques refluent dans la zone euro grâce au plan d'émission de dette, les tensions géopolitiques sino-américaines s'accroissent en revanche.

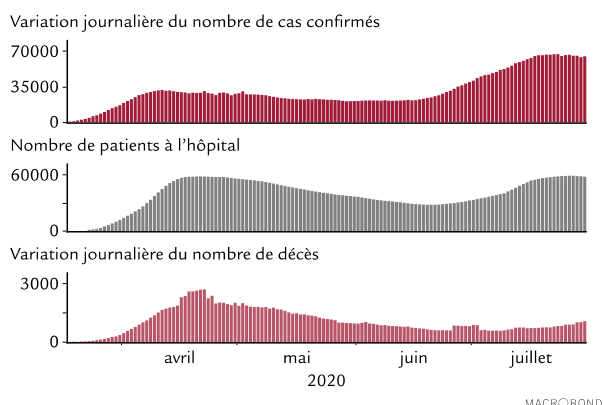
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 13.07.2020

Graphique du mois

Pandémie de COVID-19 aux Etats-Unis, moyennes sur 7 jours



La pandémie semble impossible à maîtriser aux Etats-Unis. Le virus s'étend à des régions peu touchées jusqu'ici et juillet a connu de nouveaux pics d'infection. Pourtant, même compte tenu du décalage temporel, les hospitalisations et décès imputables au COVID-19 restent inférieurs à ce qu'une telle envolée laisserait penser, peut-être grâce à davantage de tests, à une prévalence supérieure chez les jeunes, à des traitements plus efficaces ou à des capacités hospitalières plus importantes. A quelques rares exceptions locales près, le système de santé américain n'est pas surchargé. Vu la stabilisation récente des nouveaux cas quotidiens, personne n'envisage sérieusement de reconfiner, surtout dans les Etats conservateurs du Sud et du Midwest.

Etats-Unis

Freinage au troisième trimestre

Croissance du PIB

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

Entre maîtrise de la pandémie et réduction du coût économique, la plupart des Etats américains ont visiblement choisi la deuxième option. La fermeture des bars constitue la plus stricte des mesures prises au Texas et en Floride, les autres Etats se contentant de suspendre (mais pas d'abandonner) leurs plans de réouverture de l'économie. La Californie fait exception, la majorité de ses comtés imposant de nombreuses restrictions aux activités en intérieur dès mi-juillet, un confinement partiel significatif sachant que la Californie produit 15% du PIB américain. Mais même dans les Etats les plus réticents, les statistiques de déplacements de Google et la stabilisation des nouveaux cas quotidiens montrent que les Américains prennent volontairement leurs distances, ce qui touchera l'activité économique de juillet et pèsera sur la reprise de ce trimestre après la spectaculaire amélioration du deuxième trimestre qui avait conduit au nouveau record de l'indice Citi. Si nous pensons toujours que la résistance du pays à la récession et sa croissance en 2020 dépasseront les attentes du consensus, les dynamiques économiques vont sans doute migrer vers l'Europe, au potentiel de reprise indéniablement supérieur, comme l'ont montré les indices des directeurs d'achats de juillet, meilleurs dans la zone euro et au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis, tant dans l'industrie que dans les services.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,0%	2020 : 0,8%
2021 : 1,6%	2021 : 1,7%

L'inflation totale annuelle s'est spectaculairement redressée en juin, pour passer de 0,1% à 0,6%, principalement sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie. C'est l'inflation sous-jacente qui a le plus surpris puisque, après trois mois de recul des prix des biens sous-jacents, le redémarrage de la demande les a orientés à la hausse. La baisse récente du taux de change effectif du dollar pouvant accentuer la pression inflationniste, nous avons relevé de 0,8% à 1,0% notre projection 2020.

Zone euro

Comblent l'écart (de crédit)

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -6,5%	2020 : -8,1%
2021 : 5,5%	2021 : 5,9%

Au plus fort de la pandémie en Italie début mars, la présidente de la BCE avait déclaré, dans son discours appelant les gouvernements à intervenir pour modérer l'impact économique du COVID-19, que le rôle de la banque centrale européenne n'était « pas de combler les écarts » entre le coût du crédit des différents Etats membres. Quatre mois plus tard, les dirigeants de l'UE faisaient faire au plan de relance un bond de géant en s'accordant sur la toute première émission de dette communautaire, à hauteur de centaines de milliards d'euros. L'écart entre l'emprunt d'Etat italien à 10 ans et le Bund allemand s'est logiquement resserré, de 279 points de base en mars à 146 fin juillet. Nous pensons bien que les mesures de relance monétaire et budgétaire seraient radicales et n'avons donc pas modifié nos prévisions de croissance à court terme. Ce pas vers (ce qui ressemble à) une union budgétaire réduit d'ailleurs les risques d'éclatement de la zone euro à long terme. En outre, les indices des directeurs d'achats préliminaires de juillet dénotaient une accélération dans l'industrie manufacturière et les services. La poursuite de cette tendance dépendra de la maîtrise de l'épidémie. D'après l'indice de rigueur des mesures de confinement de l'université d'Oxford, au moins cinq Etats de l'UEM (dont l'Italie et l'Espagne) auraient dû reprendre des mesures restrictives récemment.

Inflation

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

La BCE doit veiller à la stabilité des prix, c'est-à-dire à ce que l'inflation se rapproche, sans l'atteindre, de la barre des 2%. Or, l'objectif est aujourd'hui loin d'être atteint. A 1,8%, l'inflation slovaque est la plus élevée des 19 pays de la zone euro. Certains redoutent une flambée des prix en invoquant les effets éventuels de la démondialisation et de la relance monétaire, mais seul l'avenir nous dira si la tendance désinflationniste des 30 dernières années prendra bien fin en 2020.

Allemagne Jusqu'ici, tout va bien !

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -6,3%
2021 : 3,8%	2021 : 5,0%

A l'heure où nous écrivons, une seule circonscription affichait un taux d'infection au COVID-19 supérieur au seuil allemand de déclenchement des mesures de reconfinement (50 pour 100 000 habitants sur sept jours). Les nouveaux cas hebdomadaires à fin juillet étaient toutefois plus élevés qu'au début du mois dans 11 Länder sur 16, surtout à Hambourg et à Brême. Le risque d'une deuxième vague et de nouvelles perturbations économiques est bien présent mais, pour le moment, l'activité suit son cours. En mai, les ventes de détail ont étonnamment rebondi de 14% et la confiance des ménages ne cesse de s'améliorer depuis. De même, l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services de juillet a dépassé les attentes à 56,7 points, avec une amélioration particulièrement sensible de sa composante « emploi ». L'enquête Ifo de juillet montre que le tertiaire serait entré dans la phase de reprise du cycle théorisé par l'institut à présent que l'évaluation de la situation actuelle et les perspectives d'activité sont toutes deux dans le vert, une première depuis décembre 2019. Les prévisions d'activité dans l'industrie manufacturière ont encore progressé et l'indice PMI a dépassé les 50 points, grâce à l'indicateur prospectif des nouvelles commandes, mais reste en deçà des autres pays. La composante de l'emploi manufacturier s'est dégradée, soulignant les difficultés qui persistent dans certains secteurs. La reprise est globalement visible mais seuls les chiffres du PIB du deuxième trimestre, le 30 juillet, révéleront l'ampleur du choc initial.

Inflation

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

Du 1^{er} juillet au 31 décembre, la TVA passera à respectivement 16% et 5% au lieu de 19% et 7% pour les taux normal et réduit. L'effet sur l'indice des prix à la consommation se fera sentir à partir de fin juillet. La nature temporaire de cette mesure devrait toutefois limiter son effet sur les prix finaux. Nous avons entre-temps relevé notre estimation d'inflation annuelle face aux chiffres supérieurs aux attentes publiés en juin.

France Mieux vaut tard que jamais

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,3%	2020 : -9,9%
2021 : 7,7%	2021 : 7,0%

Alors qu'elle hésitait précédemment à rouvrir son économie, la France fait aujourd'hui partie des pays appliquant les mesures les moins restrictives selon l'indice de rigueur des mesures de confinement d'Oxford. Le nombre de cas positifs par habitant, le taux de résultats positifs des tests, le taux de reproduction du virus et le nombre d'hospitalisations ramené aux lits disponibles permettaient de classer tous les départements dans le vert à l'heure où nous écrivons ces lignes. La situation se reflète dans l'indice Google des déplacements à des fins d'achats et de divertissement, qui a rattrapé en juillet celui de l'Allemagne, précédemment en tête. Profitant de la réouverture, les services ont vu leur indice des directeurs d'achats (PMI) fortement augmenter en juillet, à 57,8, tiré par les Nouvelles affaires. L'indice PMI manufacturier, qui dépassait les 50 points pour le deuxième mois d'affilée, a déçu le consensus avec des composantes « Nouvelles commandes » et « Production future » en repli. L'institut français INSEE montre que la demande a pu être comblée à ce jour par l'écoulement des stocks, surtout dans l'automobile. La France profite globalement d'une reprise solide, alimentée de l'intérieur, avec une consommation des ménages quasiment de retour aux niveaux d'avant la crise. Le décrochement de l'activité d'avril tel que publié par l'INSEE s'est toutefois révélé plus prononcé que ce que nous attendions, d'où la légère révision en baisse de notre estimation de PIB 2020. Les chiffres de la croissance du deuxième trimestre sont attendus le 31 juillet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,5%
2021 : 1,2%	2021 : 1,1%

Nous pensons que l'inflation totale reculera en glissement annuel en juillet et en août, et restera très faible jusqu'à la fin de l'année. Si l'appréciation de la monnaie unique peut encore freiner l'inflation des pays de la zone euro, l'expérience montre qu'en France l'érosion des taux de change a généralement peu d'influence sur les prix finaux. Des effets de base devraient tirer l'inflation à la hausse en 2021.

Royaume-Uni

« Dégorgement » de la demande

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -7,9%	2020 : -9,2%
2021 : 6,8%	2021 : 5,9%

Le Royaume-Uni faisant partie des rares pays à publier chaque mois les chiffres de son PIB, nous pouvons y surveiller de près l'évolution de la reprise par rapport à nos estimations. Les chiffres de mai avaient fait l'effet d'un coup de tonnerre : au lieu de revenir à environ 83% du niveau de production d'avant la crise, la croissance mensuelle n'était que de 1,8%, soit environ 75% de ce niveau, en raison principalement d'une activité très déprimée dans les services, tandis que la production manufacturière se remettait correctement de ses plus-bas d'avril. Les chiffres de juin sont contrastés. Si l'indice Google des déplacements à des fins d'achats et de divertissement et celui des directeurs d'achats dénotent une lente reprise (plus lente que sur le continent), les ventes de détail se sont redressées plus vite que prévu, avec une hausse des volumes de 2,5% en juin par rapport à février, signe d'un véritable dégorgement de la demande, toutefois massivement orienté vers la vente en ligne (en progression de plus de 50% depuis janvier) au détriment des magasins. L'activité devrait se redresser rapidement au troisième trimestre selon nous, soutenue par un rythme des nouvelles infections stable et relativement faible et par de nouvelles réouvertures. La baisse temporaire de la TVA pour les restaurants, les hôtels et certaines activités de loisirs devrait aussi contribuer à alimenter la demande dans ces secteurs très touchés. Le deuxième trimestre inférieur à nos attentes nous a toutefois conduits à abaisser encore notre estimation de croissance pour l'année, de -6,1% à -7,9%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2021 : 0,8%
2021 : 1,5%	2021 : 1,3%

La baisse temporaire de la TVA de 20% à 5% entre le 15 juillet 2020 et le 12 janvier 2021 mentionnée plus haut ainsi que la campagne « Eat Out to Help Out » qui offre 50% de réduction dans les restaurants participants certains jours du mois d'août, devraient modérer l'inflation des deux mois d'été. Nous avons donc abaissé notre estimation d'inflation pour 2020 de 1,0% à 0,6%.

Suisse

Une reprise par à-coups

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,8%	2020 : -5,9%
2021 : 4,4%	2021 : 4,6%

D'après les enquêtes auprès des entreprises, les secteurs de services ciblant le marché intérieur, ainsi que les PME, se seraient plus vite remis que les acteurs totalement intégrés dans des chaînes mondiales d'approvisionnement toujours en partie interrompues. La distribution et le BTP ont quasiment retrouvé leurs niveaux d'activité d'avant la crise, le second présentant même des carnets de commande pleins jusqu'à la fin de l'année. Cette bonne nouvelle pourrait également expliquer les chiffres étonnamment bons du marché du travail de juin. Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières a ainsi reculé de 3,4% en mai à 3,3% alors que, comme le consensus, nous attendions une légère hausse. Comme en outre les importations ont diminué plus vite que les exportations, l'excédent commercial pourrait soutenir le PIB du deuxième trimestre. Nous prévoyons actuellement une contraction trimestrielle du PIB de 8,2% (le consensus Bloomberg attendant -8,7%), mais la première estimation ne sera publiée que le 27 août. Les données à haute fréquence semblent indiquer une certaine modération des ventes de détail en magasin, mais les résidents suisses passant leurs vacances dans le pays devraient soutenir le commerce au troisième trimestre. La recrudescence du virus nous rappelle toutefois que des centres économiques importants comme Genève ou Zurich restent exposés à un risque de reconfinement ciblé. Dans cette récession sans précédent, l'incertitude règne donc toujours quant sur les dynamiques économiques à court terme.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,6%	2020 : -0,7%
2021 : 0,6%	2021 : 0,2%

La politique monétaire de la Banque nationale suisse vise depuis 20 ans la stabilité des prix, c'est-à-dire un indice des prix à la consommation compris entre 0% et 2%. L'inflation moyenne, d'environ 1% entre 2000 et 2009, est tombée à 0% entre-temps et les prévisions actuelles tablent sur un maintien dans le bas de la fourchette visée par la BNS à moyen terme.

Japon

Paralysie économique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,6%	2020 : -5,1%
2021 : 2,6%	2021 : 2,5%

Le Japon suit actuellement son propre cycle économique. Alors que tous les autres pays développés se remettent rapidement, son économie progresse lentement. Et alors que les autres nations se hâtent de rouvrir les entreprises, celles du Japon craignent une nouvelle désaffection des clients imputable à la vague de COVID-19 enregistrée en juillet, en particulier dans le poumon économique du pays, Tokyo. Certes, les nouveaux cas restent relativement limités et le gouvernement semble réticent à se montrer plus exigeant sur les distances physiques, mais la situation récente pourrait expliquer pourquoi l'indice des directeurs d'achats (PMI) stagnait toujours autour de 45 points en juillet, en dessous du seuil d'expansion de 50 points. La faiblesse persiste également dans l'industrie manufacturière. En juillet, celle-ci s'est nettement améliorée en Europe et aux Etats-Unis, où la composante des nouvelles commandes du PMI manufacturier a dépassé les 50 points, alors qu'elle restait autour de 35 au Japon en juin et juillet. Une lueur d'espoir pourrait venir du fait que les ambitieux projets d'investissement des grandes entreprises japonaises resteraient inchangés selon la dernière enquête Tankan. Sur le plan politique se poursuivent les spéculations concernant de nouvelles mesures budgétaires de soutien à la consommation des ménages, voire des élections anticipées, ce dernier point restant douteux au vu de la cote de popularité plutôt faible du gouvernement Abe à l'heure actuelle.

Inflation

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

En juin, l'inflation totale a encore une fois mieux résisté que prévu, d'où un léger relèvement supplémentaire de notre estimation 2020, de 0,0% à 0,1%. L'inflation devrait se maintenir aux niveaux actuels jusqu'en septembre, avant de passer en dessous de zéro pendant six mois environ, du fait de la disparition de l'effet de base positif créé par la hausse de la taxe sur la consommation mise en place l'an dernier.

Chine

Fort rebond au 2ème trimestre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,3%	2020 : 1,7%
2021 : 7,5%	2021 : 7,9%

L'économie chinoise a progressé de 3,2% sur un an au deuxième trimestre, se remettant rapidement de la contraction de 6,8% enregistrée précédemment. D'une part, ce rebond est dû à la bonne résistance des exportations, compte tenu d'une demande soutenue du reste du monde pour les équipements médicaux chinois, notamment les masques. D'autre part, les investissements en infrastructures et dans l'immobilier se sont nettement redressés, reflet de la volonté du gouvernement de sortir sans tarder de la récession. Suite à cette solide performance économique du deuxième trimestre, nous relevons nos prévisions de croissance annuelle du PIB en 2020 de 1,3% à 2,3%. Quant au second semestre, le rythme de la reprise sera sans doute moins vif en raison du ralentissement des mesures de relance de l'Etat, surtout dans l'immobilier. Plusieurs grandes villes ont déjà commencé à durcir leur politique du logement face à l'envolée des prix des maisons. Outre l'incertitude globale quant à l'évolution future de la pandémie, un des principaux risques pour l'économie chinoise réside dans la montée des tensions géopolitiques avec les Etats-Unis. Dernier épisode en date : la fermeture du consulat chinois à Houston sur demande américaine, suivie de celle du consulat américain à Chengdu. Comme les Etats-Unis se préoccupent aujourd'hui moins de commerce et de technologie que de propriété intellectuelle et des droits de l'homme, il se peut que d'autres pays leur emboîtent le pas face à la Chine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,6%	2020 : 2,7%
2021 : 1,9%	2021 : 1,9%

L'inflation totale annuelle s'est un peu redressée à 2,5% en juin, contre 2,4% précédemment. Les prix du porc, qui ont encore un peu augmenté, restent le principal moteur de l'inflation. Ils ont toutefois nettement ralenti depuis mars et devraient continuer dans ce sens au fur et à mesure de la reconstitution des stocks. A l'inverse, l'IPC sous-jacent a reculé de 1,1% à 0,9% sous l'effet d'une demande toujours déprimée.

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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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.