Perspectives



Septembre 2019

A retenir

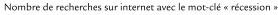
- Risque croissant d'un Brexit sans accord
- En Allemagne, une récession technique devient de plus en plus probable
- L'inflation sous-jacente progresse dans les économies développées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches Source : Consensus Economics Inc. London, 12.08.2019

Graphique du mois





- Etats-Unis (valeur de l'indice corrigée des variations saisonnières)

-Moyenne Ecart type +/-1

MACROBOND

Les mégadonnées peuvent aider à évaluer les tendances économiques. En l'occurrence, les statistiques fournies par Google sur les volumes de recherches à partir du mot « récession » méritent qu'on s'y intéresse, puisqu'elles ont bondi en août 2019 à des niveaux jamais vus depuis janvier 2008 aux Etats-Unis. Ce phénomène pourrait s'expliquer par la couverture médiatique du risque de récession et ne pas nécessairement dénoter un changement de comportement des consommateurs américains. Le NBER (National Bureau of Economic Research) rappelle toutefois que le début de la dernière récession aux Etats-Unis avait coïncidé avec le pic des recherches sur internet portant sur le mot « récession ».

Etats-Unis Droits de douane sur les ménages

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 2,3%
 2019: 2,3%

 2020: 1,8%
 2020: 1,9%

Le mois d'août a apporté une nouvelle moisson de mauvaises nouvelles, avec l'escalade des tensions commerciales sino-américaines. La quasi-totalité des exportations chinoises vers les Etats-Unis non encore soumises aux droits de douane le seront à hauteur de 15% à partir du 1er septembre ou du 15 décembre, et le président Trump a annoncé qu'il relèverait les tarifs douaniers déjà en vigueur. Contrairement aux vagues précédentes d'instauration de droits de douane, centrées sur les biens intermédiaires et d'équipement, celle-ci vise des biens de consommation comme les téléphones mobiles, les ordinateurs, les vêtements ou les jouets. Cette mauvaise nouvelle se ressent déjà sur les enquêtes d'août auprès des ménages et il semblerait que les craintes de récession aient augmenté, à en croire les statistiques de Google Trends (voir le graphique du mois). Nous pensons donc que cette incertitude croissante pèsera petit à petit sur la consommation privée. Les biens chers tels que les voitures ont déjà amorcé une décrue. Le ralentissement prévu s'ajoute à des perspectives d'investissement déjà sombres et pourrait tirer la croissance un peu en dessous de son potentiel l'an prochain. Du côté positif, la chute des taux d'intérêt soutient le marché des logements, avec à la clé un net relèvement du sentiment économique des promoteurs immobiliers, des autorisations de crédit hypothécaire et du nombre de transactions depuis le début de l'année.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,8%
 2019: 1,8%

 2020: 2,2%
 2020: 2,1%

L'inflation a surpris à la hausse en juin et en juillet. Montée à 2,2% en sous-jacent, elle pourrait atteindre 2,3% en août, sous l'effet des biens et des services. Les droits de douane pourraient l'accroître encore de 10 à 20 pb, mais cette hausse temporaire n'influera sans doute pas sur la politique monétaire, qui ciblera plutôt l'effet négatif des tarifs douaniers sur la demande. Nous attendons donc deux baisses de 25 pb des taux directeurs de la Fed, en septembre puis en décembre.

Zone euro Quel programme monétaire ?

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,1%
 2019: 1,1%

 2020: 1,0%
 2020: 1,2%

Les derniers chiffres du secteur manufacturier semblent montrer que la dynamique cyclique serait à son plus bas dans les pays très dépendants des exportations vers les régions hors de la zone euro. Les indices des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier sont ainsi particulièrement déprimés en Allemagne et en Autriche mais restent dans la zone d'expansion en France, aux Pays-Bas ou en Grèce. Il s'ensuit que la contagion des difficultés de l'industrie allemande aux autres pays ou secteurs reste contenue pour le moment. L'indice PMI des services pour toute la zone euro dépasse actuellement son niveau moyen du premier semestre. Nous pensons que la BCE va proposer une nouvelle relance monétaire, ce qui devrait assurer des conditions de crédit favorables dans toute la zone euro. Il existe en outre une certaine marge de manœuvre budgétaire, notamment grâce à la répression financière qui contribue à plafonner les rendements des emprunts d'Etat et permet de refinancer à des conditions abordables les obligations arrivant à échéance. Tandis que la France exploite totalement sa capacité budgétaire, les dirigeants allemands sont bien plus réticents. Les tensions politiques restent fortes, entre la crise du gouvernement italien, le Brexit et le risque d'aggravation des tensions commerciales vers l'Europe, autant d'éléments lourds d'incertitudes pour l'avenir de la zone euro.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,3%
 2019: 1,3%

 2020: 1,5%
 2020: 1,4%

Sans connaître l'ampleur ni les instruments que choisira la BCE pour assouplir encore sa politique monétaire à sa réunion du 12 septembre, nous doutons qu'un nouveau train de mesures accommodantes engendre un changement durable des prévisions d'inflation à long terme. En revanche, à court terme, les marchés financiers n'intègrent pas correctement selon nous la hausse imminente temporaire de l'inflation totale à 1,9% d'ici à la fin du premier trimestre 2020.

Allemagne En récession technique ?

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 0,6%
 2019: 0,6%

 2020: 0,7%
 2020: 1,2%

Comme outre-Atlantique, les recherches sur internet autour du mot « Rezession » se sont envolées en Allemagne, pour atteindre leur pic depuis novembre 2008. Après la contraction du PIB au deuxième trimestre, il existe un risque considérable que le pays soit entré en récession technique. Dans son dernier rapport mensuel, la Bundesbank suggère que l'économie aurait poursuivi son repli au troisième trimestre en raison de la faiblesse persistante de l'industrie. Si la Bundesbank ne se trompe pas, les conditions d'une récession technique seront réunies. Notre propre modèle, fondé sur les indices des directeurs d'achats, prévoit actuellement une croissance nulle au troisième trimestre. Qu'elle passe ou non en dessous de zéro dépendra du secteur tertiaire. Jusqu'en avril, le sentiment économique dans les services et les autres secteurs centrés sur le marché domestique restait positif, laissant croire qu'ils étaient épargnés par la dégradation marquée de l'industrie manufacturière. Il ressort toutefois de l'enquête Ifo que les choses auraient radicalement changé. En août, l'indice de climat économique des services a chuté sous sa moyenne à long terme. L'Allemagne pourrait disposer d'une vaste marge de manœuvre budgétaire pour limiter les dégâts d'une récession, mais ses dirigeants restent pour le moment réticents à s'en servir.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,5%
 2019: 1,5%

 2020: 1,7%
 2020: 1,6%

Nos prévisions d'inflation restent inchangées après la publication de chiffres globalement conformes à nos attentes pour juillet. L'inflation totale annuelle devrait se révéler volatile au cours des mois à venir en raison de l'effet de base substantiel dû au recul des prix de l'énergie au dernier trimestre de l'an dernier. L'inflation totale allemande devrait dépasser 2% d'ici à fin 2019, voire atteindre jusqu'à 2,6% à l'horizon de mars 2020.

France Le secteur manufacturier repart

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,2%
 2019: 1,3%

 2020: 1,1%
 2020: 1,2%

L'économie française reste moins exposée aux turbulences mondiales que d'autres pays européens comme l'Allemagne ou la Suisse. Au deuxième trimestre 2019, le PIB a progressé de 0,3%, soutenu par l'investissement des entreprises. La consommation des ménages fut décevante, avec son plus faible rythme de croissance des quatre derniers trimestres. Elle reste toutefois orientée à la hausse, faisant fi de la tendance mondiale à l'incertitude. Les ménages français sont de plus en plus optimistes concernant leurs projets d'achats de biens d'équipement, ce qui augure bien du second semestre. Le chômage est tombé à son plus-bas depuis le premier trimestre 2009 et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier d'août est passé au-dessus des 50 points, le seuil critique entre expansion et récession. L'indice PMI des services continue à se remettre de l'effet des manifestations des gilets jaunes, entre décembre 2018 et mars 2019. A 53,5 points, il n'a jamais été aussi haut depuis novembre 2018, ce qui laisse supposer une dynamique solide pour l'économie domestique. La baisse du coût du financement pour les secteurs public et privé devrait soutenir la demande intérieure et continuer de protéger l'économie française des forces récessionnistes à l'œuvre en Allemagne.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,3%
 2019: 1,2%

 2020: 1,5%
 2020: 1,4%

L'inflation s'est révélée supérieure aux attentes ces deux derniers mois, d'où l'ajustement à 1,3% de notre estimation pour 2019. Notre projection pour 2020 dépasse un peu le consensus car nous pensons que la bonne tenue de l'activité intérieure permettra aux entreprises d'augmenter modérément leurs prix si elles le souhaitent. En raison de l'effet de base de la baisse des prix du pétrole fin 2018, l'inflation totale annuelle devrait remonter provisoirement autour de 2% d'ici au premier trimestre 2019.

Royaume-Uni Tout peut arriver maintenant

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,2%
 2019: 1,2%

 2020: 1,1%
 2020: 1,2%

L'ombre du Brexit plane toujours sur les perspectives économiques britanniques. Le risque d'une sortie sans accord, encore accru, avoisine 50% à l'heure où nous écrivons ces lignes, une évaluation subjective soumise à la plus grande incertitude. Deux voies principales pourraient mener à un Brexit sans accord: 1) Boris Johnson tendrait vers cette issue le 31 octobre suite à des renégociations qui s'annoncent infructueuses et face à un Parlement peut-être incapable ou non désireux de contrer le Premier ministre ; 2) plus probablement, un conflit entre le Parlement et le gouvernement provoquerait des élections anticipées. Le scrutin uninominal à un tour britannique pourrait toutefois déboucher sur une majorité de Brexiteurs s'ils sont plus habiles que leurs opposants à mobiliser les électeurs. Nos prévisions de croissance supposant toujours une résolution favorable du Brexit, elles pourraient alors se trouver nettement réduites. Les troubles liés à une sortie sans accord pourraient selon nous entraîner au moins un trimestre de baisse de la production, avant l'instauration d'un nouveau point d'équilibre, plus bas, pour la croissance. Le fait que les entreprises soient de mieux en mieux préparées, les dérogations temporaires et le recul de la livre pourraient atténuer le choc économique mais, en l'absence de tout précédent historique, les effets du Brexit sont très difficiles à anticiper.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 2,0%
 2019: 1,9%

 2020: 2,0%
 2020: 2,0%

La hausse des prix a encore dépassé les attentes en juillet, avec des taux d'inflation totale et sous-jacente montés à respectivement 2,1% et 1,9%. La baisse de la livre et l'accélération de la croissance des salaires ont accentué les pressions inflationnistes. L'orientation des prix dépendra considérablement des taux de change et donc du Brexit. Avec une probabilité accrue de sortie sans accord, et donc de poursuite de la dépréciation de la livre, nos prévisions de stabilisation de l'inflation pourraient laisser la place à des projections haussières.

Suisse L'industrie résiste bien

Croissance du PIB

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 1,1%
 2019: 1,3%

 2020: 1,2%
 2020: 1,4%

Le fait que la Suisse dépende fortement de la demande étrangère explique la prudence de nos prévisions de croissance. Ainsi, l'appréciation actuelle du franc constitue un obstacle supplémentaire pour les activités de services particulièrement exposées à la concurrence de la zone euro voisine. Le « tourisme commercial » est de plus en plus prisé des Suisses et les stations de villégiature alpines sont de moins en moins compétitives face à leurs concurrentes françaises et autrichiennes. S'y ajoute le risque d'une récession technique en Allemagne, qui constitue toujours, et de loin, le premier partenaire commercial de la Suisse, et dont la crainte est à l'origine d'une politique d'investissement et de recrutement de plus en plus prudente de la part des entreprises. Après un premier trimestre dynamique, nous pensons que la croissance trimestrielle du PIB aura stagné entre avril et juin, à l'image de la situation allemande. De bonnes surprises pourraient toutefois venir de la production industrielle, qui aurait continué de croître au deuxième trimestre, en contradiction avec la très nette dégradation des indicateurs de sentiment économique du secteur manufacturier. La production de produits pharmaceutiques a ainsi augmenté de presque 14% au deuxième trimestre selon les chiffres de l'Office fédéral de la statistique. Le PIB du deuxième trimestre sera publié le 5 septembre.

Inflation

 Swiss Life Asset Managers
 Consensus

 2019: 0,5%
 2019: 0,6%

 2020: 0,6%
 2020: 0,8%

Nous avons abaissé à 0,5% notre estimation d'inflation moyenne pour 2019. Le repli temporaire des prix de l'essence en août et l'appréciation actuelle du franc laissent en effet prévoir une hausse des prix à la consommation moins marquée que prévu. Le taux de change effectif du franc est monté à son plus haut niveau depuis le deuxième trimestre 2015, ce qui a entraîné une diminution de 1,7% de l'indice des prix à la production et des importations sur l'année jusqu'en juin 2019.

*Japon*Une surprenante résistance

L'économie japonaise est très exposée à la demande chinoise et au commerce international en général, et sa croissance potentielle fait partie des plus basses du monde développé. Pourtant, à la surprise générale, elle a progressé aussi rapidement que l'économie américaine au premier semestre et même deux fois plus vite que celle de la zone euro. Son principal moteur de croissance reste la demande intérieure. Le cycle d'investissement des entreprises ne faiblit pas et les ménages accélèrent leurs dépenses en vue du relèvement de la taxe sur la consommation, en octobre. Cette période faste ne devrait pas durer selon nous. Plus les consommateurs avanceront leurs achats, plus le décrochement sera brutal une fois la taxe relevée. Nous réduisons donc un peu notre prévision de croissance à 0,3% pour 2020, en tablant sur un ralentissement de la consommation et sur le frein persistant de la demande extérieure, aggravé par la hausse sensible du yen. L'inflation sous-jacente devrait donc rester faible et la Banque du Japon va certainement prendre des mesures pour relancer l'économie.

*Chine*Durcissement de position

La trêve commerciale conclue au sommet du G20 de juin fut de courte durée. Dès début août, Donald Trump annonçait des droits de douane sur les 300 milliards de dollars d'exportations chinoises épargnées jusque-là. Pékin a réagi en promettant des taxes de 5-10% sur 75 milliards de dollars d'exportations américaines, avant que les Etats-Unis ne surenchérissent en annonçant 5% de plus sur tous les produits chinois. Maintenant que la Chine a durci sa position, les négociations seront sans doute bien plus ardues qu'avant la dernière escalade. Même si l'économie nationale ressent sûrement les effets négatifs des tensions commerciales, les mesures de relance du gouvernement - qui a déjà fait savoir que la relance par l'immobilier n'était pas à l'ordre du jour devraient rester timides. De plus, la banque centrale a créé une nouvelle valeur de référence des prêts bancaires pour abaisser les taux du crédit aux entreprises, sans réduire toutefois son taux directeur, ce qui dénoterait certes un assouplissement plus général mais exercerait une pression à la baisse sur la monnaie chinoise.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch

@MarcBruetsch



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



Damian Künzi Economist Developed Markets damian.kuenzi@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.