

Septembre 2020

A retenir

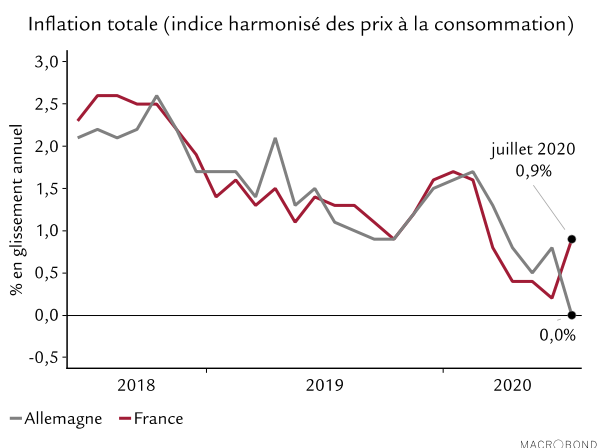
- Des effets temporaires exercent actuellement une distorsion sur les statistiques d'inflation.
- Le chômage et les faillites devraient cependant continuer d'augmenter durant la reprise économique actuelle.
- La vitesse de la reprise dépendra fortement de l'ampleur des mesures sanitaires.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 10.08.2020

Graphique du mois



Les chiffres de l'inflation de juillet ont surpris les économistes et entraîné une révision générale à la hausse de nos prévisions pour 2020. Deux effets majeurs, quoique temporaires, sont entrés en jeu. Aux Etats-Unis et en France, la reprise de la demande a fait remonter les prix dans des secteurs éprouvés, tel l'habillement. De même, nombre de prix indisponibles pendant les confinements ont dû être imputés. Au Royaume-Uni, la reprise de la collecte des prix de ces services, qui tendent à progresser plus vite que l'inflation moyenne, a tiré l'inflation totale à la hausse. L'Allemagne s'est démarquée en juillet, la répercussion de la baisse temporaire de la TVA ayant bien plus influé que prévu sur l'indice des prix à la consommation, d'où une dynamique d'inflation inverse de celle de la France.

Etats-Unis

La politique au premier plan

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,7%	2020 : -5,2%
2021 : 4,0%	2021 : 4,0%

Contre nos attentes, l'envolée des cas de COVID-19 en juillet et les mesures prises dans certains Etats fédérés n'ont pas affecté l'économie. Ventes de détail et production industrielle ont augmenté de respectivement 1,2% et 3,0% sur un mois en juillet, et les premières dépassent leurs niveaux d'avant crise. Surtout, le rapport sur le marché du travail de juillet reflétait une croissance de l'emploi ininterrompue et un net repli du chômage, de 11,1% à 10,2%. Ce dernier a toutefois bénéficié du recul étonnant (mais sans doute temporaire) du taux de participation au marché du travail. Globalement, l'économie américaine devrait rebondir de 7,8% au troisième trimestre, après un plongeon de 9,1% au deuxième. La reprise de l'activité et l'amélioration de la situation sanitaire dans des Etats décisifs pour l'élection comme la Floride, le Texas, l'Ohio ou la Pennsylvanie pourraient expliquer que Donald Trump ait regagné du terrain sur Joe Biden selon les sondages et la cote des paris. La course à la présidence n'aura sans doute pas d'effet économique immédiat. Le principal risque politique concerne le plan CARES 2, actuellement au point mort. Si nous pensons toujours que le Congrès finira par accepter cette deuxième série de mesures de relance sous la pression des deux partis aux niveaux fédéral et local, un échec reste possible, ce qui gèlerait sans doute la reprise de la consommation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 0,9%
2021 : 1,8%	2021 : 1,7%

L'inflation totale annuelle a encore surpris à la hausse en juillet, à 1,0% après 0,6%, suite à la plus forte augmentation mensuelle de l'inflation sous-jacente depuis 1991 (0,6% en glissement mensuel). Nous pensons que, loin d'annoncer le retour de l'inflation, cette tendance reflète le retour à des prix plus normaux dans des secteurs comme l'habillement et les transports, durement touchés par la crise du COVID-19.

Zone euro

Prochaine étape : mesures ciblées

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -6,4%	2020 : -7,9%
2021 : 5,3%	2021 : 5,7%

Au début du deuxième trimestre, les indicateurs économiques fiables pâtissaient d'une visibilité extrêmement faible. A l'époque, les économistes, nous-mêmes compris, sous-estimaient l'ampleur du choc sur l'économie pendant les confinements, mais aussi sur l'activité de la deuxième moitié du premier trimestre, lorsque les entreprises comme les consommateurs ont dû obéir aux premières mesures sanitaires. Depuis, la compréhension de la nature de la pandémie et de son impact sur les différents secteurs a bien progressé : à la publication du PIB du deuxième trimestre pour la zone euro, l'écart avec les prévisions s'est révélé étonnamment mince puisque, selon Bloomberg, le consensus attendait une contraction de 12,1%, qui s'est révélée juste. Dans le cas de l'Allemagne, notre propre projection correspondait parfaitement à la deuxième estimation du bureau fédéral de la statistique. Les pouvoirs publics apprennent eux aussi à s'adapter à la pandémie. Malgré la hausse récente des nouveaux cas d'infection, nous pensons toujours que des mesures locales ciblées suffiront à éviter aux systèmes sanitaires européens d'être submergés en cas de deuxième vague cet hiver. Pour la suite, nous recommanderions également des mesures de politique budgétaire plus ciblées et, dans une phase ultérieure, il vaudra mieux soutenir l'innovation que préserver des structures dépassées.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 0,4%
2021 : 1,2%	2021 : 1,1%

Vu la sous-utilisation des ressources et l'hypothèse d'un retour à l'activité d'avant-crise en 2022 seulement, l'inflation n'est pas près de s'envoler selon nous. L'inflation totale devrait remonter au-dessus de 1% en 2021 sous l'effet de base de la volatilité des prix de l'énergie début 2020. Outre la difficulté de mesurer les prix pendant le confinement (voir p. 1), la baisse temporaire de la TVA allemande complique encore l'évaluation des tendances de prix.

Allemagne

Effets de la baisse de TVA

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,8%	2020 : -6,1%
2021 : 4,0%	2021 : 4,7%

La seconde estimation du PIB du deuxième trimestre fait état d'une baisse de 9,7%, conforme à notre prévision et plus forte que celle du consensus (-9,0%). Jamais la chute n'avait été aussi rude (et de loin) depuis le premier calcul du PIB trimestriel allemand, avec une contribution négative de toutes les dépenses sauf la consommation publique. Même si le trimestre en cours s'oriente de son côté vers un record à la hausse, nous doutons que ces lourdes pertes soient intégralement compensées avant fin 2021. A ce jour, les chiffres du troisième trimestre dénotent un marché du travail toujours dynamique, avec une stagnation à 6,4% du taux de chômage corrigé des variations saisonnières, tandis que le nombre de salariés nouvellement concernés par le chômage partiel recule à environ 190 000, après un pic à 6,7 millions en mai. La composante « Emploi » de l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier s'est améliorée en août mais reste bien en deçà des 50 points qui marquent le seuil de l'expansion économique. L'indice PMI manufacturier général est passé de 51 à 53, avec une contribution toute particulière des nouvelles commandes, ce qui rejoint l'amélioration du climat des affaires mesurée dans ce secteur par l'Ifo. L'enquête de l'institut constate aussi une amélioration pour les services. En revanche, le PMI des services a reculé de 55,6 à 50,8, une déception peut-être imputable à l'augmentation quotidienne des cas de COVID-19 et aux nouvelles mesures sanitaires locales.

Inflation

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

La baisse temporaire de la TVA a eu en juillet un effet bien plus marqué que nous ne l'attendions. L'indice harmonisé des prix à la consommation a stagné sur un an, après une hausse de 0,8% en juin, suite au recul des prix des biens, ceux des services augmentant plus que la moyenne. Nous abaissons donc notre projection pour 2020 de 1,0% à 0,6% et relevons de 1,5% à 1,6% notre estimation pour 2021.

France

La reprise s'essouffle-t-elle ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,0%	2020 : -9,6%
2021 : 7,3%	2021 : 7,2%

Depuis notre dernière édition, la France a publié des statistiques économiques supérieures aux attentes qui méritent une révision en hausse de nos prévisions de croissance pour 2020. Le PIB a moins reculé que prévu au deuxième trimestre et la production industrielle fut soutenue en mai comme en juin. Les indicateurs d'activité du trimestre en cours étaient initialement encourageants, l'indice d'opinion des entreprises industrielles de la Banque de France ayant bondi de 89,1 à 99,4 points en juillet, son meilleur score depuis mai 2019, qui confirme la bonne tenue des indices des directeurs d'achats (PMI) de juillet publiés le mois dernier. L'indice des déplacements de Google à des fins d'achats et de loisirs, qui mesure le temps passé par les consommateurs dans différents lieux, s'est encore amélioré en août et sa moyenne mobile sur sept jours n'est plus qu'à 7% de moins que son niveau de référence à long terme, contre -88% la première semaine d'avril. Pourtant, ce flux de bonnes nouvelles économiques s'est subitement tari avec la publication d'indices PMI préliminaires décevants pour le mois d'août, tant dans l'industrie manufacturière que dans les services. L'activité industrielle se serait ainsi contractée en août, avec une chute des nouvelles commandes pour le deuxième mois d'affilée. L'activité restant très corrélée à la rigueur des mesures sanitaires, nous suivons de très près l'évolution des nouveaux cas de COVID-19 et la réaction des indicateurs d'activité locaux en conséquence.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,7%	2020 : 0,5%
2021 : 1,3%	2021 : 1,0%

Jusqu'en juillet, l'inflation fut supérieure aux attentes trois mois sur quatre. Comme évoqué p. 1, une des causes principales réside dans l'envolée temporaire des prix des vêtements (+12% sur un an). Avec la stabilisation récente des prix de l'énergie, nous prévoyons une détente de la volatilité des prix à la consommation sous-jacents, avec un retour à une inflation annuelle de plus de 1% d'ici à la fin du premier trimestre 2021.

Royaume-Uni

Illusion sur le marché du travail

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,2%	2020 : -9,9%
2021 : 7,2%	2021 : 6,4%

Nous le supposions, c'est maintenant officiel : le PIB du Royaume-Uni fut le plus affecté des grands marchés développés au deuxième trimestre (-20,4% en séquentiel), derrière l'Italie et l'Espagne. Cela dit, une réelle reprise semble en cours au troisième trimestre. Selon l'indice Google des déplacements à des fins d'achats et de loisirs, le pays se rapprocherait au moins des autres nations européennes ou des Etats-Unis en août. Surtout, la tendance haussière de la demande de consommation privée n'a pas souffert après le confinement, avec des volumes de ventes de détail bien au-dessus des niveaux d'avant la crise en juillet et un indice des directeurs d'achats (PMI) des services à 60,1 points en août. Cette reprise s'appuie en particulier sur le « plan de sauvegarde de l'emploi » (qui consiste essentiellement à subventionner les salaires), grâce auquel le taux de chômage est resté artificiellement bas, à 3,9%, au deuxième trimestre. Or, le miracle du marché du travail pourrait bien n'être qu'une illusion, le chancelier de l'Echiquier ayant refusé de prolonger le plan jusqu'à fin octobre. Ce mur budgétaire devrait changer en demandeurs d'emploi nombre de salariés actuellement au chômage partiel, avec un risque d'érosion de la consommation privée au tournant de l'année. Couplée à des intentions d'investissement toujours déprimées (ce qu'exacerbe l'incertitude autour du Brexit), cette situation devrait selon nous faire du Royaume-Uni l'un des derniers pays développés à rejoindre ses niveaux d'avant la crise, au plus tôt en 2022 selon notre scénario de base.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 0,7%
2021 : 1,6%	2021 : 1,4%

En juillet, le nombre d'éléments indisponibles pour mesurer les prix pour cause de restrictions sanitaires a sensiblement reculé, de 67 à 12, tirant sans doute l'inflation à la hausse avec un moindre recours aux imputations (voir le Graphique du mois). Cet effet a plus que compensé la baisse temporaire de la TVA sur certains produits décidée mi-juillet, puisque l'inflation totale annuelle a bondi de 40 points de base, à 1,0%.

Suisse

Certains s'attendaient à pire

Croissance du PIB

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

L'économie suisse se tire de la première phase de la pandémie avec quelques égratignures seulement. Grâce à l'importance du secteur pharmaceutique, la production industrielle n'a chuté que de 8% au deuxième trimestre, bien moins que dans d'autres pays occidentaux. La production des laboratoires pharmaceutiques n'a diminué que de 0,2% au deuxième trimestre. Selon les derniers chiffres publiés, l'activité du BTP aurait moins ralenti que redouté, et les carnets de commandes restent pleins. Le PIB réel aurait globalement reculé de 8.2% au deuxième trimestre selon les estimations préliminaires officielles. Dans les autres secteurs manufacturiers, les perspectives restent incertaines. Les prises de commandes en début de troisième trimestre seraient très ralenties selon les enquêtes auprès des entreprises de l'industrie MEM (machines, équipements électriques et métaux). En revanche, l'embellie dans les services, amorcée avec les déconfinements en mai, se poursuit. Les hôtels et restaurants des Alpes ont profité d'une forte demande des Suisses, qui a contribué au recul du chômage dans ces régions. Le fait que nombre de Suisses passent leurs vacances dans le pays a sensiblement amélioré la consommation finale durant les mois d'été. Nous attendons un rebond de la croissance du PIB réel de 8,8% au troisième trimestre. Si nos projections restent plus optimistes, d'autres prévisionnistes ont récemment ajusté les leurs à la hausse : en deux mois, l'estimation de croissance du consensus pour 2020 est passée de -6,0% à 5,6%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,5%	2020 : -0,7%
2021 : 0,6%	2021 : 0,2%

Comme ailleurs, l'Office fédéral de la statistique a eu du mal à collecter les prix pendant le confinement, un problème totalement résolu en juillet sauf pour les billets d'avion. Même s'il est prématuré d'annoncer une tendance claire, les statistiques de prix reflètent le rebond de la demande de certains biens et services après la pandémie – l'ameublement, les voitures neuves et les nuits d'hôtel ont vu leurs prix augmenter récemment.

Japon

L'industrie automobile va mieux

Croissance du PIB

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

En retard sur la reprise actuelle de l'industrie mondiale, le Japon voit finalement sa situation s'améliorer. Comme l'Allemagne, la lenteur de son redressement venait sans doute de son exposition à l'automobile. Contrairement aux ventes de détail, les ventes d'automobiles étaient encore très en deçà des niveaux pré-crise à la fin du deuxième trimestre dans tous les grands pays. Pendant la crise, de nombreux constructeurs ont réagi en fermant des lignes de production entières. La production de véhicules fut donc le segment industriel le plus touché par la crise au Japon, la production chutant en mai à 50% de ses niveaux d'avant la crise. En juin, elle remontait à 60%, avant que les exportations d'automobiles n'enregistrent en juillet une croissance corrigée des variations saisonnières d'environ 40% sur un mois. Malgré cette amélioration, les indices des directeurs d'achats laissent toujours prévoir une reprise de l'industrie moins franche au Japon qu'ailleurs. La consommation ayant bien résisté grâce à des mesures de restriction très limitées, le Japon a subi la chute du PIB la moins marquée du monde industrialisé au deuxième trimestre. L'allocation de 100 000 yens par résident a aussi atténué l'impact sur la consommation. Toutefois, la consommation privée, affectée par l'atténuation des mesures budgétaires et les risques accrus sur le marché du travail, qu'illustre l'effondrement du nombre d'emplois par demandeur, pourrait souffrir davantage au cours des derniers mois de l'année.

Inflation

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

La normalisation de l'activité a accéléré l'inflation dans des secteurs comme la culture, les loisirs, l'ameublement ou les biens de consommation. Face à une hausse des prix jusqu'en juillet un peu plus nette que prévu, nous avons relevé notre estimation d'inflation 2020 de 0,1% à 0,2%. Les pressions inflationnistes devraient toutefois rester contenues jusqu'en 2021 du fait du recul des salaires nominaux et d'un yen relativement fort.

Chine

Une reprise toujours inégale

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,3%	2020 : 2,1%
2021 : 7,5%	2021 : 7,8%

Le redressement de l'économie chinoise s'est poursuivi au deuxième trimestre, même si les statistiques de juillet témoignent d'une reprise toujours inégale, surtout portée par un secteur industriel subventionné par l'Etat. La croissance de l'investissement, en particulier, venait avant tout de projets immobiliers et de grands travaux menés par des entreprises publiques, la demande du secteur privé restant atone. En outre, la consommation est restée timide, juillet affichant encore une contraction des ventes de détail. Outre les aides de l'Etat, le commerce extérieur représente un important pilier de l'économie chinoise cette année, le pays bénéficiant d'une forte demande de produits d'exportation, comme l'équipement médical ou des biens nécessaires au télétravail comme les ordinateurs et les téléphones mobiles. Nous pensons que la reprise restera modérée à l'avenir sachant que les pouvoirs publics s'efforcent de diminuer les mesures de relance, en particulier dans l'immobilier. Le principal risque pour la croissance économique chinoise réside dans les tensions avec les Etats-Unis. Dans le contexte d'un sentiment antichinois croissant en Occident, le gouvernement appelle à un modèle de « double circulation » mettant l'accent sur l'autosuffisance de la demande et de l'offre de biens technologiques. La Chine avait déjà entamé un rééquilibrage de son économie vers la consommation intérieure au détriment des exportations, une tendance que devrait encore accentuer la situation actuelle.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,7%	2020 : 2,7%
2021 : 1,9%	2021 : 2,0%

L'inflation totale de juillet est passée de 2,5% à 2,7% sous l'effet d'une hausse des prix alimentaires due aux perturbations de transports suite aux inondations dans le centre et le sud du pays, mais l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) est tombée à son plus bas depuis 2010, signe d'une demande toujours faible. La reconstitution des stocks de porcs devrait tirer l'inflation totale à la baisse ces prochains mois.

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 Swiss Life Asset Management SA, 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, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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.