

Octobre 2019

A retenir

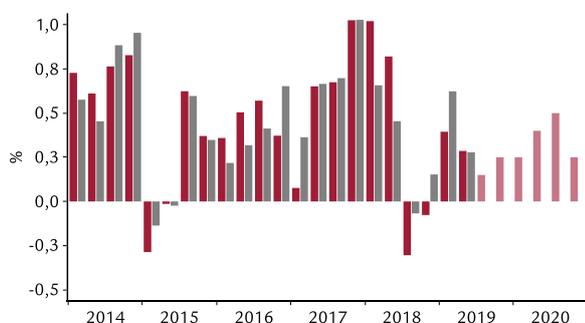
- Aux Etats-Unis, l'inflation devrait continuer de croître jusqu'au premier trimestre 2020
- Les prévisions d'inflation de la BCE pour l'année prochaine nous semblent excessivement basses
- Effondrement de 20% des nouvelles commandes aux exportateurs suisses par rapport à l'année précédente

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 09.09.2019

Graphique du mois



■ Suisse : croissance du PIB réel, en glissement trimestriel (et prévisions jusqu'au T4 2020)
■ Croissance du PIB réel, en glissement trimestriel (2014-T2 2019, corrigée des événements sportifs)

MACROBOND

La Suisse était en récession technique en 2018, avec deux trimestres consécutifs de croissance négative du PIB. Les règles internationales veulent que l'activité économique des organisations comme le CIO, l'UEFA ou la FIFA soit rattachée à leur pays de domiciliation. C'est pourquoi le PIB de la Suisse enregistre une forte hausse lors des trimestres où sont organisés de grands événements sportifs, et recule à l'inverse pendant les trimestres sans jeux Olympiques ni tournoi de football majeur (comme au second semestre 2018). Il faut donc connaître le calendrier sportif international pour prévoir le PIB suisse : des événements comme l'Euro 2020 de l'UEFA ou les jeux Olympiques de Tokyo justifient ainsi les pics de croissance que nous attendons aux deuxième et troisième trimestres de l'an prochain.

Etats-Unis

Baisse des prévisions

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,3%	2019 : 2,3%
2020 : 1,8%	2020 : 1,8%

Les dernières statistiques confirment notre opinion selon laquelle l'économie américaine aurait ralenti jusqu'à un rythme de croissance du PIB d'environ 1,8% au troisième trimestre, ce qui correspond à peu près à son potentiel. Nous pensons qu'il devrait rester à ce niveau au quatrième trimestre. Même si les chiffres publiés ces dernières semaines se sont révélés plutôt mitigés, les marchés financiers ont bien réagi dans l'ensemble car leurs attentes avaient été revues en baisse, comme le montrent également les projections de croissance du consensus, qui ont convergé vers nos propres estimations, relativement prudentes. Les investisseurs ont apprécié en outre le ton plus conciliant adopté dans l'affrontement commercial sino-américain (reprise des pourparlers, report de la hausse des droits de douane). Nous doutons toujours, néanmoins, que les questions les plus épineuses de ce conflit puissent beaucoup progresser. Le moral de l'industrie manufacturière reste bien bas et la confiance des ménages ne s'est pas améliorée parallèlement à la remontée de la Bourse. D'autres enquêtes dénotent des améliorations, en particulier l'indice ISM non manufacturier, mais sans entraîner à ce jour une relance des embauches. La croissance de l'emploi s'est stabilisée à environ 150 000 par mois, non loin du seuil de 115 000 qui empêche le taux de chômage d'augmenter.

Inflation

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

Nous savions que l'inflation sous-jacente augmenterait au second semestre, mais les derniers chiffres ont pulvérisé nos attentes. Ces trois derniers mois, l'indice corrigé des variations saisonnières a crû de 3,4% en base annuelle, du jamais-vu depuis 2006. C'est en partie le contrecoup de faiblesses antérieures qui ne doit pas être extrapolé, mais l'inflation annuelle sous-jacente et publiée (mue aussi par les nouveaux droits de douane) progressera sûrement jusqu'au premier trimestre 2020.

Zone euro

Place aux ministres des Finances

Croissance du PIB

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

Jusqu'à mi-2019, la modération de l'activité de la zone euro procédait surtout d'une demande extérieure atone qui desservait les grands exportateurs industriels de la région. Toutefois, plus les incertitudes relatives aux échanges internationaux et au Brexit perdureront, plus le risque de répercussions sur les autres secteurs et sur les autres Etats membres de l'UEM sera grand. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats indiquent que la contagion au secteur tertiaire serait limitée en dehors de l'Allemagne. Les indices des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière sont publiés pour huit pays de la zone euro : ceux de l'Allemagne et de l'Autriche dénotent clairement une contraction, alors que ceux de la France, des Pays-Bas et de la Grèce reflètent une expansion modérée. Le ralentissement de l'activité économique est amorti par les stabilisateurs budgétaires automatiques, avec un effet indéniablement positif pour l'exercice en cours, mais cela ne suffira sans doute pas. Le président sortant de la BCE, Mario Draghi, a souligné que la politique monétaire seule ne pouvait stimuler éternellement l'activité économique et exhorté les Etats membres à exploiter leur marge de manœuvre budgétaire. Si l'Allemagne reste sourde à ces appels, le gouvernement néerlandais prévoit la mise en place d'un fonds de 50 milliards d'euros pour financer l'innovation, la recherche et les infrastructures.

Inflation

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

Ce ne sont pas ses mesures de détente monétaire qui ont le plus surpris, mais la révision en baisse des prévisions d'inflation de la BCE pour l'an prochain. Elle prévoit dorénavant une inflation annuelle moyenne de seulement 1% en 2020. Après des années de prévisions excessivement optimistes, la BCE penche aujourd'hui vers l'extrême prudence. Les 30 prévisionnistes de l'échantillon de Consensus Economics oscillent entre 1,0% et 1,8%, et un seul d'entre eux rejoint la BCE.

Allemagne

Récession technique probable

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,5%	2019 : 0,5%
2020 : 0,6%	2020 : 1,4%

Notre modèle simple d'évaluation des dynamiques du PIB pour le trimestre en cours annonce un décrochement de 0,1% au troisième trimestre. Si tel est le cas, l'Allemagne sera en récession technique. Les modèles économétriques ont certes leurs limites et le nôtre ne peut expliquer que la moitié de la variation du PIB réel allemand en trois mois, mais nous pouvons dire que la probabilité de récession technique dépasse aujourd'hui 50%. Ce qui ressemblait à une crise temporaire de l'industrie automobile allemande est en train de se propager aux autres secteurs. Les résultats de l'enquête IFO font état d'une nette dégradation du moral des entreprises de certaines branches des services entre avril et août. Dans le fret, les prévisions d'évolution de l'activité à six mois n'ont jamais été aussi pessimistes depuis mai 2009, lorsque l'économie mondiale sortait péniblement de la grande récession. Entre-temps, les entreprises allemandes s'adaptent. Les surcapacités manufacturières ont été réduites et l'enquête IFO montre qu'une majorité d'industriels prévoient de réduire les effectifs au cours des trois prochains mois. Nous devrions nous attendre en conséquence à davantage d'annonces de chômage partiel par les employeurs et à une augmentation du taux de chômage ces prochains mois.

Inflation

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

Nous avons légèrement réduit nos prévisions d'inflation suite aux chiffres modérés publiés en août. L'effet de base des prix de l'énergie en dents de scie de l'an dernier laisse prévoir un ralentissement supplémentaire de l'inflation annuelle à 0,8% jusqu'en octobre, avant un rebond temporaire à 2,3% au premier trimestre 2020. Si les fluctuations passées des cours de l'or noir expliquent la volatilité des chiffres de l'inflation pour les prochains mois, la prime de risque accrue qui pèse sur le pétrole suite à l'attaque des sites pétroliers saoudiens pourrait tirer nos prévisions à la hausse.

France

La confiance règne

Croissance du PIB

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

D'après le quotidien économique français *Les Echos*, la France ferait partie des bénéficiaires de la réorientation des échanges due au conflit commercial sino-américain. Au cours des six premiers mois de 2019, la France a pu augmenter d'environ 15% ses exportations à la fois vers la Chine et vers les Etats-Unis par rapport au premier semestre 2018. Au contraire de l'Allemagne voisine, le moral des entreprises du secteur manufacturier et de la construction s'améliore depuis le début du troisième trimestre. Les ménages sont également optimistes quant à l'évolution des tendances économiques. L'enquête sur le moral des ménages menée par l'INSEE montre une érosion nette du nombre de sondés redoutant de perdre leur emploi au cours des 12 prochains mois. Les réformes du marché du travail commencent à porter leurs fruits, comme l'atteste aussi la hausse du nombre d'investisseurs étrangers envisageant de faire des affaires en France. Dans la finance, le retour des salariés londoniens pour cause de Brexit crée des emplois, tout comme les grands projets d'infrastructures de transports publics autour de Paris. Contrairement à son voisin allemand, le gouvernement français veut utiliser au maximum sa marge de manœuvre budgétaire dans la limite de déficit des critères de Maastricht.

Inflation

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

Nous n'avons pas eu besoin de modifier nos prévisions d'inflation ce mois-ci. Notre projection pour 2020 dépasse toujours un peu le consensus car nous pensons que la bonne tenue de l'activité intérieure permet aux entreprises d'augmenter modérément leurs prix si elles le souhaitent. La tension du marché du travail devrait entraîner une hausse des salaires en 2020. 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

En route vers des législatives ?

Croissance du PIB

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

La spectaculaire reprise en main du Brexit par le Parlement a conforté notre opinion selon laquelle le Royaume-Uni s'acheminera vers une nouvelle prolongation du délai de sortie, avec des élections législatives au quatrième trimestre. La probabilité d'un accord avant le 31 octobre nous semble plutôt mince en l'absence de solution convaincante au problème de la frontière irlandaise et sachant que le projet de loi déposé par les députés paralyse la capacité de négociation de Boris Johnson. Une sortie sans accord le 31 octobre est donc très peu probable selon nous. La popularité de Boris Johnson a profité du désaccord entre le gouvernement et le Parlement, avec un parti conservateur en tête des sondages. En cas d'élections législatives, et si conservateurs et parti du Brexit choisissent de travailler ensemble à une sortie sans accord face à une opposition plutôt fragmentée, cette option reste ouverte. Paradoxalement, une menace crédible de « *no deal* » augmenterait les chances d'une issue positive puisque l'accord resterait la solution privilégiée des deux côtés de la Manche. Comme nous attribuons actuellement à la sortie sans accord une probabilité de 45% environ, toutes nos prévisions s'appuient sur un scénario positif. Cette lourde incertitude continuera néanmoins de peser sur la performance économique du Royaume-Uni.

Inflation

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

L'inflation d'août fut très éloignée des prévisions, puisqu'une faiblesse généralisée de toutes ses composantes a porté l'inflation totale à 1,7%. Nous pensons toutefois qu'elle reviendra vers l'objectif ces prochains mois sachant que les pressions inflationnistes que sont la hausse des prix du pétrole et l'accélération de la croissance des salaires restent présentes. La progression des salaires a d'ailleurs atteint un pic cyclique de 4% qui s'explique par un marché du travail étonnamment tendu.

Suisse

Chute des nouvelles commandes

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,7%	2019 : 1,1%
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%

Comme le PIB suisse bénéficiera de deux événements sportifs majeurs en 2020 (voir page 1), toutes les prévisions actuelles tablent sur une croissance plus élevée en 2020 qu'en 2019. Par exemple, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) prévoit actuellement 0,8% cette année, puis 1,7% l'an prochain. Toutefois, comme ces chiffres sont déformés par les facteurs exceptionnels susmentionnés, ils ne reflètent pas correctement les tendances générales de la conjoncture suisse. Le sentiment économique de l'industrie manufacturière reste déprimé, avec un indice des directeurs d'achats qui se trouve sous la limite d'expansion des 50 points pour le cinquième mois d'affilée. L'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM), qui exporte 79% de sa production, est particulièrement touchée par les incertitudes liées aux échanges mondiaux et au ralentissement à l'œuvre en Allemagne voisine. Une enquête publiée par l'association professionnelle *Swissmem* indique que les nouvelles commandes auraient chuté de presque 20% par rapport au deuxième trimestre de l'an dernier. Rappelons que les commandes de ces secteurs s'étaient effondrées en 2015, lorsque la Suisse avait subi le contrecoup de l'envolée du franc. Les emplois de ces secteurs sont donc de plus en plus exposés et nous attendons une remontée du chômage à partir du dernier trimestre 2019.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,5%	2019 : 0,6%
2020 : 0,6%	2020 : 0,8%

La Banque nationale suisse (BNS) a publié ses prévisions d'inflation actualisées, élaborées à partir de la condition préalable d'une politique monétaire inchangée pendant tout l'horizon de prévisions, jusqu'à mi-2022. Même dans ces conditions, l'inflation ne devrait jamais dépasser 1,1%. Ce message de la BNS conforte notre propre projection des tendances inflationnistes à moyen terme.

Japon

Une hausse de taxe mal venue

Alors même que le relèvement de la taxe sur la consommation de 2014 avait causé une crise économique et entamé la popularité du Premier ministre Shinzo Abe, une nouvelle augmentation de 8% à 10% est prévue pour le 1^{er} octobre. Cette hausse tombe mal dans le contexte actuel de demande extérieure déprimée puisqu'elle affecte le principal soutien actuel de la croissance japonaise, à savoir la demande intérieure. On peut toutefois penser que les retombées seront un peu moins sévères cette fois-ci : le gouvernement a déjà fortement augmenté les dépenses budgétaires et exclu du relèvement de la taxe presque 20% du panier de l'indice des prix à la consommation, notamment des produits alimentaires. De même, le cycle d'investissement des entreprises, qui ne devraient pas souffrir de cette mesure, va globalement rester bien orienté. L'inflation augmentera sans doute de manière temporaire, mais sur une base très faible après la forte appréciation du yen. Nous pensons donc que la Banque du Japon conservera une politique monétaire très expansionniste.

Chine

Négociations commerciales

La projection de croissance chinoise du consensus pour 2020 est tombée à 5,9%. L'activité est au plus bas depuis l'entrée du pays dans l'OMC en raison des retombées du conflit commercial. Les exportations ont marqué le pas, plombées par les droits de douane et une demande mondiale atone. En outre, des indicateurs clés comme la production industrielle, la FBCF ou les ventes de détail ont progressivement ralenti. Les commandes à l'exportation du secteur manufacturier dénotent une faiblesse persistante. Octobre devrait relancer les pourparlers avec les Etats-Unis puisque les deux pays ont accepté de rouvrir les négociations. Si le gouvernement chinois est encore prudent en termes de mesures de relance, il est particulièrement préoccupé par l'effet du ralentissement sur les perspectives d'emploi des nouveaux diplômés. Autre problème majeur, les cours du porc ont bondi de 47% en un an. Or, en Chine, tout échec du gouvernement à préserver la population de la hausse du coût de la vie tend habituellement à remettre sa légitimité en cause.

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.

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.