Perspectives
Conjoncture

SwissLife Asset Managers

Novembre 2019

A retenir

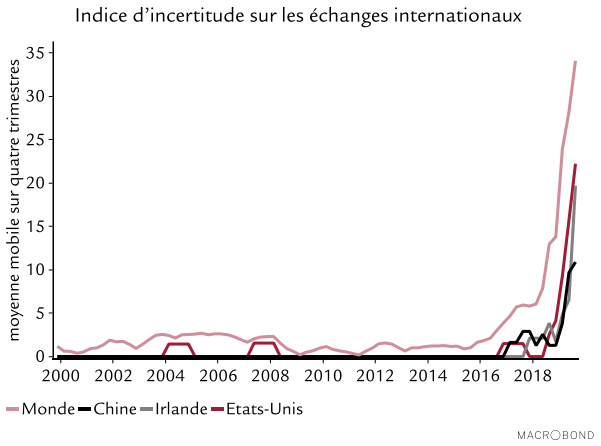
- Les « instincts animaux » des entreprises restent à de très faibles niveaux.
- Il ne faut pas s'attendre à des mesures de relance budgétaire significatives dans la zone euro.
- Premiers signes de hausse du chômage dans l'industrie manufacturière suisse.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 14.10.2019

Graphique du mois



L'indice d'incertitude sur les échanges internationaux s'est hissé à de nouveaux records en 2019. Sans surprise, c'est aux Etats-Unis qu'il a enregistré l'une de ses plus fortes hausses, d'une courte tête devant l'Irlande, cette petite économie ouverte au cœur du débat sur le Brexit. Surtout si elle reste élevée pendant de longues périodes, l'incertitude relative aux échanges internationaux et aux politiques économiques peut affecter l'économie réelle par différents canaux, tels que l'investissement ou les dépenses de consommation. Devenus plus pessimistes quant à une résolution du conflit commercial et constatant que de nouvelles incertitudes se profilent pour l'élection américaine, nous avons abaissé nos estimations de PIB chinois et américain pour 2020.

Etats-Unis
Pourquoi la croissance va ralentir

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,3%	2019 : 2,3%
2020 : 1,5%	2020 : 1,8%

Nous avons récemment revu en baisse de 1,8% à 1,5% notre estimation de PIB américain pour 2020, dans l'attente d'un tassement progressif de la croissance à partir de son rythme trimestriel actuel. Deux raisons à cela : premièrement, nous ne souscrivons pas à l'optimisme récent quant à l'issue du conflit commercial sino-américain. Le « mini-accord » imminent (voir l'article sur la Chine en dernière page) élimine certes certains risques extrêmes d'escalade du conflit, mais nous sommes plus pessimistes quant à la conclusion ultérieure d'un accord plus complet en 2020, qui supprimerait les droits de douane existants. Si l'on ajoute l'incertitude politique alors que se rapproche l'élection présidentielle américaine de 2020, il semble évident que les « instincts animaux » (et donc l'investissement) resteront au plus bas. Deuxièmement, nous tablons sur un tassement de la croissance de la consommation privée par rapport à son haut niveau actuel en raison du ralentissement des créations d'emplois. Le processus a déjà commencé et on peut déduire des composantes liées à l'emploi des enquêtes auprès des entreprises que le ralentissement se poursuivra ces prochains mois. Cela dit, nous n'attendons pas de réelle récession sachant que les conditions financières restent favorables suite aux dernières mesures de détente de la Réserve fédérale.

Inflation

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

Après trois mois de sursaut, l'inflation sous-jacente est de nouveau retombée de manière inattendue en septembre. Nous pensons toutefois qu'elle se maintiendra à son niveau actuel de 2,4% avec l'entrée en vigueur de nouveaux droits de douane en septembre et une croissance des salaires toujours correcte. Avec l'atténuation des effets de base négatifs des prix de l'énergie, nous attendons une inflation totale en hausse, jusqu'à un pic local en février 2020 aux alentours de 2,3%.

Zone euro
Une mosaïque disparate

Croissance du PIB

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

Même après 20 ans de politique monétaire commune sous la direction de la BCE, il reste difficile – voire absurde – de parler de la zone euro comme d'une région économique homogène. Comme avec l'Allemagne et la France, l'exposé des faits peut varier considérablement en matière de conditions du marché du travail ou des mesures de relance budgétaire à l'heure d'une modération des dynamiques du commerce international. Nous avons intitulé notre scénario de base pour l'économie mondiale à l'horizon 2022 « Des poches de récession ». Pour la zone euro, cette description un peu vague signifie que nous ne prévoyons pas que l'ensemble de la région bascule dans la récession. Pourtant, l'activité se contracte fortement dans certains pays ou secteurs industriels. Nous avons toujours considéré le secteur manufacturier allemand comme le plus exposé au risque de récession. Parallèlement, les retombées pour les autres pays restent limitées, en fonction de la dépendance des exportations et des capacités budgétaires de chacun. Le sentiment économique se dégrade ainsi en Autriche et en Finlande alors que la dynamique reste particulièrement vive en France, aux Pays-Bas ou en Grèce. En octobre, les indices de sentiment économique des entreprises et des ménages de Belgique (sans doute le pays le plus représentatif de la conjoncture globale de la zone euro) se sont améliorés.

Inflation

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

Les prévisions d'inflation ont encore baissé depuis le mois dernier, tant les nôtres que celles du consensus de plus de 30 prévisionnistes professionnels. L'inflation totale de la zone devrait croître temporairement jusqu'au premier trimestre 2020 mais les dynamiques sous-jacentes ne devraient pas suffire à la rapprocher durablement de l'objectif de la BCE « non loin, mais en dessous, de 2% » à moyen terme. Nous prévoyons actuellement une inflation annuelle moyenne de 1,3% pour 2020 et 2021.

Allemagne
Poussée d'inflation temporaire

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,5%	2019 : 0,5%
2020 : 0,5%	2020 : 0,8%

L'office allemand des statistiques publiera le 14 novembre les chiffres préliminaires du PIB du troisième trimestre, très attendus en cela qu'ils confirmeront probablement que l'Allemagne est en récession technique, avec deux trimestres d'affilée de contraction de son PIB réel. Nous pensons actuellement que le PIB allemand aura encore perdu 0,2% au troisième trimestre, une mauvaise nouvelle pour le moral des ménages, tombé à son plus-bas depuis avril 2017. Les derniers résultats des enquêtes pour le dernier trimestre 2019 montrent que cette légère récession pourrait perdurer au moins jusqu'à la fin de l'année. Les retombées du secteur manufacturier vers d'autres activités domestiques comme le fret commencent à se faire sentir. Les entreprises allemandes continuent de réduire leurs investissements et leurs projets d'embauches, ce qui devrait affecter la demande intérieure en 2020. Les stabilisateurs automatiques comme les allocations de chômage devraient modérer l'impact sur l'activité économique, mais la coalition au pouvoir refuse toujours d'utiliser sa vaste marge de manœuvre budgétaire. Toutefois, les dernières enquêtes auprès des entreprises incitent à l'optimisme pour 2020, avec une timide hausse des nouvelles commandes à l'export dans l'indice PMI, et une légère amélioration des prévisions des entreprises de l'automobile dans l'enquête Ifo.

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

Octobre sera le dernier mois avant longtemps à connaître une inflation annuelle inférieure à 1%. L'effet de la baisse des prix de l'énergie l'an dernier fera bondir l'inflation totale de 0,7% en octobre à 2,3% d'ici à mars 2020. Si l'on peut s'attendre à ce que les médias évoquent abondamment cette flambée (temporaire), elle ne devrait pas troubler les décideurs politiques. Sachant que la croissance de la zone euro est inférieure à son potentiel, les probabilités d'accélération de l'inflation restent modérées pour l'avenir proche.

France
La récession ? Quelle récession ?

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,0%	2020 : 1,2%

Europe, automne 2019 : face à l'Allemagne sans doute en récession, la France fête son plus bas taux de chômage depuis janvier 2008. Le pays est-il juste un « cyclique tardif » qui finira par subir le même ralentissement que l'Allemagne ou la Suisse, ou son économie résiste-t-elle mieux aux remous internationaux que ses voisins plus exportateurs ? Les derniers résultats d'enquêtes, tel l'indice des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière et des services, dénotent une expansion continue des deux secteurs. Comme en Allemagne, les nouvelles commandes à l'export des industriels français sont récemment remontées, ce qui dément l'hypothèse d'un impact décalé du ralentissement de la demande mondiale sur la France. Contrairement au voisin allemand, les intentions d'embauches restent élevées, et l'INSEE a publié une amélioration de la confiance des ménages sur toute l'année. Ceux-ci jugent le marché du travail et les perspectives financières favorables à des achats importants. Contrairement à l'Allemagne, le gouvernement utilise sa marge de manœuvre budgétaire, ce dont profite aussi le moral des ménages. Dans le projet de budget remis à Bruxelles, il prévoit de baisser les impôts des particuliers d'environ 0,4% du PIB. La croissance de la demande intérieure devrait donc préserver la France de la récession.

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

Nos prévisions d'inflation restent de nouveau inchangées. La vigueur de l'activité intérieure permet aux entreprises d'augmenter modérément leurs prix si elles le souhaitent, et les tarifs des services devraient donc augmenter. La tension du marché du travail devrait entraîner une hausse des salaires en 2020. Comme ailleurs, l'effet de base de la baisse des prix du pétrole fin 2018 fera grimper temporairement l'inflation totale annuelle. Celle de la France devrait selon nous atteindre un pic aux alentours de 1,8% d'ici à février 2020.

Royaume-Uni
Sortie sans accord improbable

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,2%
2020 : 1,1%	2020 : 1,0%

L'attitude à l'égard du Brexit s'est complètement retournée en quelques semaines. De manière tout à fait inattendue, le Royaume-Uni et l'UE ont élaboré une solution pour la question irlandaise qui pourrait, en principe, être validée par une majorité de députés britanniques. L'existence d'un projet acceptable a considérablement réduit le risque d'une sortie sans accord et donc fortement tiré la livre à la hausse. Nombre d'obstacles demeurent toutefois avant l'adoption de la législation requise outre-Manche et la ratification effective de l'accord d'ici au 31 janvier, échéance de la nouvelle prolongation. A ce jour, ce calendrier n'est pas tenable avec la composition actuelle du Parlement, ce qui signifie que le pays s'achemine vers des élections anticipées en décembre. Idéalement, des élections renforceraient la légitimité du gouvernement actuel ou futur à donner le cap. L'incertitude reste donc forte pour les semaines qui viennent mais il nous semble improbable que le spectre de la sortie sans accord revienne hanter les investisseurs, qui pourront de nouveau se concentrer sur l'économie, en piètre état et qui ne repartira sans doute pas l'an prochain. Le moral des entreprises restera déprimé tant qu'elles n'en sauront pas plus sur le cadre réglementaire à long terme avec l'UE et que les exportations resteront pénalisées par le rebond de la livre.

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

L'inflation totale et sous-jacente est ressortie à 1,7% en septembre, un peu en dessous de nos attentes, ce qui a de quoi surprendre compte tenu de la dépréciation passée de la livre et d'une croissance des salaires très soutenue, toujours proche de 4% sur un an. Quoique le rebond récent de la livre doive atténuer certaines pressions inflationnistes à court terme, nous prévoyons toujours un retour de l'inflation totale et sous-jacente vers l'objectif de 2% fixé par la Banque d'Angleterre pour le premier trimestre 2020.

Suisse
Stagnation masquée

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,7%	2019 : 0,8%
2020 : 1,2%	2020 : 1,2%

L'amélioration des prévisions de croissance affichée pour 2020 par rapport à 2019 ne doit pas induire en erreur : notre pronostic pour l'an prochain (qui s'avère coïncider avec celui du consensus) comporte trois parties. Premièrement, une tranche de « croissance héritée » d'environ 0,35% pour 2020, qui serait enregistrée même en l'absence de toute progression en séquentiel pour les quatre trimestres de l'année. Deuxièmement, les revenus des licences du CIO et de l'UEFA, qui organisent respectivement les jeux Olympiques à Tokyo et la coupe européenne de football, figurent dans les comptes nationaux suisses et augmentent encore le PIB de 0,25%. Il s'ensuit une croissance annuelle « sous-jacente » pour 2020 qui ne représente plus que 0,6% dans nos prévisions actuelles. La migration nette, qui a fortement alimenté la croissance ces dernières années, s'est tassée à environ 45 000 personnes, soit 24% de moins que la moyenne de la période 2013-2018. Depuis avril 2019, l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier est inférieur à la limite contraction/expansion de 50 points. L'industrie représentant environ 18% de l'activité suisse, une véritable récession ne constitue pas notre scénario de base. Toutefois, la tendance de ce secteur cyclique par excellence est suffisamment préoccupante pour annoncer une hausse progressive du chômage d'ici à fin 2020.

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

Les chiffres de l'inflation de septembre ont un peu surpris à la baisse, nous incitant à diminuer notre projection pour 2020. Le recul largement attendu des coûts locatifs pour les particuliers n'est pas encore visible cette année mais il pourrait tirer l'inflation à la baisse en 2020. A l'inverse, un sursaut inattendu des prix de l'énergie constituerait le facteur le plus susceptible d'entraîner une remontée de l'inflation.

Japon
Le conflit commercial oublié

Malgré la détente temporaire du conflit commercial sino-américain, la modération des échanges continuera d'affecter le Japon. D'abord, l'économie chinoise devrait selon nous ralentir en 2020 malgré le « mini-accord » bientôt conclu avec les Etats-Unis, ce qui pèsera sur la demande du premier partenaire commercial du Japon. Ensuite, ce dernier se débat dans un conflit commercial peu visible qu'il s'est lui-même imposé contre la Corée du Sud, né d'une demande de compensation pour les travaux forcés pendant la Deuxième Guerre mondiale et qui a dégénéré en une alternance de ripostes, parmi lesquelles d'importantes barrières commerciales non tarifaires. Le Japon a ainsi banni l'exportation vers la Corée de certains produits technologiques. Les échanges bilatéraux de biens ont chuté de 10% en un an, avec une contagion au secteur tertiaire puisque le tourisme coréen au Japon s'est effondré de 60% depuis janvier. Comme les deux pays en souffrent, les pourparlers ont repris à l'occasion de l'intronisation du nouvel empereur nippon, mais sans résultats notables à ce jour.

Chine
Chute de la croissance sous 6%

L'économie chinoise a ralenti au troisième trimestre, avec une croissance de 6% sur un an, contre 6,2% au deuxième trimestre. Ce tassement s'explique avant tout par l'effondrement de l'investissement manufacturier, mais aussi des exportations, frappées par les droits de douane. La pression baissière sur l'économie chinoise devrait persister selon nous, d'où la réduction de notre estimation de croissance pour 2020 de 6% à 5,8%. D'un part, l'incertitude sur les relations sino-américaines devrait perdurer bien au-delà de 2020. Plus précisément, tout accord éventuel des deux parties, qui ont récemment repris les pourparlers, ne suffira sans doute pas à ouvrir la voie à une convention plus large englobant les questions stratégiques encore en suspens. D'autre part, les mesures de relance du gouvernement chinois resteront sans doute timides. Déjà focalisé uniquement sur des questions de long terme comme les prix élevés des logements ou le fardeau de la dette, ce dernier voit en outre sa marge de manœuvre limitée par l'inflation, qui a commencé à s'accélérer suite à l'envolée des cours du porc.

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 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 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.