

Octobre 2021

A retenir

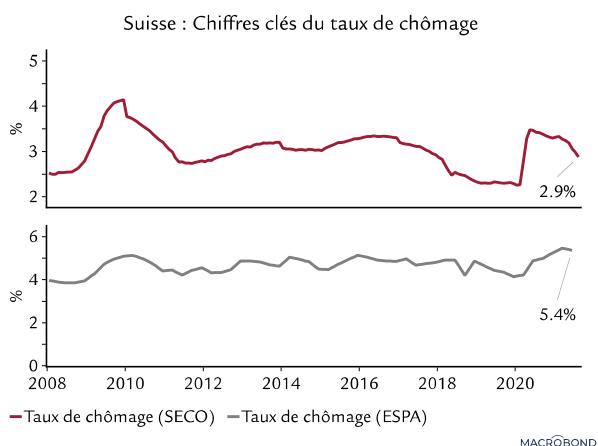
- Etats-Unis : des revers au 3^e trimestre entraînent une révision à la baisse de la prévision de croissance du PIB
- Allemagne : à la recherche d'un parti expérimenté pour colorer la coalition « jaune et verte »
- Les prix de l'énergie alimentent une nouvelle poussée inflationniste en Europe

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2021		Croissance du PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	5,9% ↓	5,9% ↓	3,5%	4,3% ↓	4,3%	4,3% ↑	3,0%	3,1% ↑
Zone euro	5,0% ↑	5,0% ↑	3,4%	4,4%	2,3% ↑	2,2% ↑	1,8% ↑	1,7% ↑
Allemagne	2,8%	3,1% ↓	3,6%	4,4%	3,0% ↑	2,9% ↑	1,9%	2,0% ↑
France	6,0%	6,1% ↑	3,3%	3,8% ↓	1,6% ↑	1,6% ↑	1,6% ↑	1,5% ↑
Royaume-Uni	6,3% ↓	6,7% ↓	4,6%	5,4%	2,2% ↑	2,2%	2,6% ↑	2,8% ↑
Suisse	3,2% ↓	3,5% ↓	2,7% ↑	3,0% ↑	0,6% ↑	0,4%	0,8% ↑	0,6%
Japon	2,4%	2,3% ↓	2,0% ↓	3,0%	-0,3%	-0,2% ↓	0,4%	0,5%
Chine	8,3%	8,4% ↓	5,4%	5,6%	1,0% ↓	1,3%	2,1% ↓	2,2% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 septembre 2021

Graphique du mois



En Suisse, le PIB réel a déjà dépassé son niveau pré-crise. Dans une apparente concordance avec cette évolution, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières calculé par le SECO s'est rétabli depuis décembre 2020 pour atteindre 2,9%. L'Enquête suisse sur la population active (ESPA) brosse un tableau quelque peu différent du taux de personnes sans activité lucrative. Tandis que le taux de chômage du SECO est calculé à un jour de référence à l'aide des inscriptions auprès d'un office régional de placement (ORP), une personne est sans activité lucrative au sens de l'ESPA lorsqu'elle a recherché un emploi au cours d'un mois.

Etats-Unis

Le Delta trouble-fête

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,9%	2021 : 5,9%
2022 : 3,5%	2022 : 4,3%

Le scénario semblait écrit pour les Etats-Unis : la disponibilité précoce du vaccin allait permettre un retour à la normale au 3^e trimestre. Les parents allaient pouvoir remettre leurs enfants à l'école et à la crèche, et revenir plus nombreux sur le marché du travail. Seulement, la vague Delta et le ralentissement du rythme vaccinal ont rendu ce script obsolète. Les chiffres de l'emploi ont déçu en août, avec seulement 235 000 nouveaux postes créés, trois fois moins qu'attendu. Les secteurs de l'éducation et de la santé n'ont pas répondu aux attentes. Dans ces secteurs, il manque encore 4% des postes par rapport au niveau pré-crise, et le retour de l'école à la maison est une réalité en certains endroits ou un risque latent pour les parents. Le taux de participation au marché du travail s'est donc peu rétabli, et se situait en août 2021 au même niveau qu'en 2020 (61,7%), malgré le boom économique intervenu entre-temps. Jusqu'ici, rien n'indique non plus que la fin des allocations chômage renforcées augmentera la participation au marché du travail. Les Etats qui ont annulé ce coup de pouce de manière anticipée ont récemment connu une dynamique d'emploi similaire aux autres. La croissance américaine reste robuste, mais notre prévision pour le 3^e trimestre est plus prudente, entraînant une légère révision à la baisse de la croissance du PIB en 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,3%	2021 : 4,3%
2022 : 3,0%	2022 : 3,1%

L'hypothèse de la Fed, de la majorité des investisseurs, et la nôtre, semble se confirmer : la hausse de l'inflation au 2^e trimestre était bien un phénomène transitoire. Les hausses de prix mensuelles continuent de s'essouffler, car des postes comme les véhicules d'occasion ou les billets d'avion, grands gagnants de la réouverture, sont devenus moins chers. Selon notre prévision, le taux de croissance annuelle va certes dépasser 5% en fin d'année, mais devrait nettement ralentir en 2022.

Zone euro

En attendant Berlin

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,0%	2021 : 5,0%
2022 : 3,4%	2022 : 4,4%

Nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB de l'ensemble de la zone euro. La raison à cela est que la croissance de certains pays, que nous ne commenterons pas en détail ici, est plus importante qu'initialement escompté. Parmi ces pays, on retrouve l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. D'importants progrès en matière de vaccination comme au Portugal ont permis de nouvelles étapes de réouverture, alors qu'ailleurs, le « pass sanitaire » a continué de peser sur le chiffre d'affaires de certains secteurs. De manière générale, on constate que l'élan économique fléchit en de nombreux endroits, notamment car l'industrie allemande est moins vigoureuse. Les valeurs en repli du PMI industriel en sont une traduction. D'autres raisons font que Berlin attire tous les regards de l'Europe : la mise en œuvre du paquet législatif « Fit for 55 » en vue d'atteindre les objectifs climatiques de la Commission européenne devra attendre la formation du nouveau gouvernement fédéral. Il en va de même pour les décisions quant à la future gestion des critères de Maastricht actuellement suspendus. On va savoir ce que mettront dans la balance les Verts allemands, mais aussi les libéraux du FDP, pour entamer des négociations de coalition avec l'un des deux partis du gouvernement précédent.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,3%	2021 : 2,2%
2022 : 1,8%	2022 : 1,7%

En août, l'inflation a atteint 3,0%. Dans les quatre grands pays membres de l'UEM, elle est donc nettement supérieure à 2% et le taux d'inflation sous-jacente s'approche de la valeur cible de la BCE de 2%. D'après une enquête de Bloomberg, le consensus prévoit 3,3% en septembre, et nous allons même jusqu'à attendre une hausse de l'inflation à 3,4%. Nous tablons toutefois sur un net repli courant 2022, avec un taux d'inflation de tout juste 1,1% en décembre 2022.

Allemagne Qui rejoindra la coalition ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,8%	2021 : 3,1%
2022 : 3,6%	2022 : 4,4%

Au soir des élections fédérales, on pouvait avoir l'impression que les Verts et les libéraux du FDP, exclus du précédent gouvernement, étaient prêts à former une coalition. Tout ce qu'il manque, c'est un partenaire expérimenté. Arrivés en troisième et quatrième position, les deux partis sont en excellente position pour arracher des concessions exceptionnelles au parti qui fournira le chancelier. Mais il ne faut pas s'attendre à la formation rapide d'un gouvernement. Il est intéressant de noter que les jeunes votant pour la première fois ont largement voté pour le FDP et les Verts. Ces deux formations se positionnent très fortement sur des thèmes porteurs à long terme que sont le changement climatique et la politique budgétaire de l'UE. A court terme, ces aiguillages politiques n'auront pas d'impact sur la perspective économique. Le climat des affaires s'est dégradé récemment, les entreprises envoyant parfois des signaux contradictoires. Les enquêtes de l'institut ifo montrent d'une part que les entreprises prévoient un ralentissement de leurs activités, tout en faisant état d'une hausse de la demande étrangère. La clé de résolution de ce paradoxe apparent réside dans les difficultés de livraison dans l'industrie : une fois qu'elles seront réglées, la production retrouvera des couleurs.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,0%	2021 : 2,9%
2022 : 1,9%	2022 : 2,0%

En décembre 2020 encore, la prévision du consensus sur le taux d'inflation pour 2021 était de 1,4%, contre 2,9% aujourd'hui. Le rapide rebond de l'économie mondiale et les prix élevés de l'énergie ont notamment contribué à cette surprise. Pour des raisons purement mathématiques, l'inflation va nettement baisser début 2022 : l'effet de la réduction intermédiaire de la TVA au 2^e semestre 2020 sera exclu du calcul, tout comme l'introduction d'une taxe sur le CO₂ au début de l'année en cours.

France Forte reprise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,1%
2022 : 3,3%	2022 : 3,8%

En France, la campagne de vaccination s'essouffle par rapport au mois dernier. Mais avec plus de 65% de la population ayant complété son schéma vaccinal, le pays devance ses voisins allemand et suisse. L'approche déterminée de l'exécutif quant au « pass sanitaire » devrait rendre minimales les dommages économiques des mesures sanitaires encore en place. La clientèle internationale continue de faire défaut au secteur de l'hôtellerie-restauration, mais la demande intérieure s'est redressée de façon sensible, tous secteurs confondus. L'INSEE enregistre une nette hausse du moral des ménages pour le mois de septembre. Il est au plus haut depuis les jours ayant immédiatement précédé le confinement de mars 2020. Les enquêtes dans l'industrie, comme celles servant à établir le PMI, traduisent également une poursuite de la croissance au cours du 3^e trimestre. Le PIB français est ainsi en bonne voie pour retrouver son niveau pré-crise lors du 1^{er} trimestre 2022. Comme ce redressement devrait intervenir plus vite que chez le voisin allemand, Emmanuel Macron ne devrait pas passer cet argument sous silence lors de la campagne électorale au printemps.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,6%	2021 : 1,6%
2022 : 1,6%	2022 : 1,5%

En France également, l'inflation va continuer d'augmenter jusqu'à la fin de l'année. Outre les éternels habitués, à savoir les prix de l'énergie et des services de transport en hausse, ceux des produits alimentaires frais ont sensiblement augmenté en août. Contrairement à l'Allemagne, le débat public ne s'est pas encore saisi de la question de l'inflation. Mais cela pourrait changer début 2022 à mesure que l'élection présidentielle s'approchera.

Royaume-Uni

Fin du chômage partiel

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,3%	2021 : 6,7%
2022 : 4,6%	2022 : 5,4%

Le Royaume-Uni est le seul pays développé où le déséquilibre entre la demande dopée par la réouverture et la pénurie d'offre est aussi frappant. Les difficultés logistiques, les rayons vides des supermarchés et les files d'attente à la pompe dont les médias font leurs choux gras pèseront sûrement sur le 2^e semestre, dans une ampleur difficile à juger toutefois. D'une part, la réponse du gouvernement pour délivrer 10 500 visas temporaires aux chauffeurs poids lourds étrangers est insuffisante et trop tardive. D'autre part, les enquêtes parmi les directeurs d'achats (PMI) de l'industrie et des prestataires témoignent toujours d'une forte croissance, même si l'indice est globalement inférieur par rapport au continent. Globalement, notre prévision de croissance économique pour 2021 est légèrement plus prudente. Concernant l'offre, l'arrêt fin septembre 2021 du « furlough scheme », la version britannique du chômage partiel, devrait alimenter un certain mouvement. Cet instrument étant nouveau, il n'est pas encore possible d'estimer le nombre de travailleurs, parmi le million du programme, qui perdront leur emploi. Autre inconnue, la compatibilité de leur profil avec les postes vacants, souvent à bas salaire.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,2%	2021 : 2,2%
2022 : 2,6%	2022 : 2,8%

Forte hausse surprise de l'inflation en août, de 2,0% à 3,2%. Les prix dans la restauration sont principalement responsables (contribution de 0,65 points de pourcentage) de cette inflation annuelle (en raison d'un effet de base également). Grâce à la soupape mise en place par l'Etat, la hausse des prix du gaz et de l'électricité dans le commerce de gros ne se traduit pas directement dans les prix à la consommation. Ce dispositif a été relevé à 12% au 1^{er} octobre, l'énergie devrait donc contribuer à l'inflation à hauteur de 0,4% ces prochains mois.

Suisse

L'énergie au zénith annuel

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,2%	2021 : 3,5%
2022 : 2,7%	2022 : 3,0%

La première estimation officielle du PIB au 2^e trimestre indique une croissance de 1,8% par rapport au précédent. Cette valeur est à peine inférieure à notre prévision de 2,0% et à celle du consensus à 1,9%. Mais pour le second mois de rang, nous devons réviser à la baisse notre prévision de croissance du PIB réel pour l'ensemble de l'année 2021. Les révisions du PIB de l'année précédente l'expliquent, la chute lors de la récession de 2020 ayant été moins spectaculaire qu'attendu initialement. En conséquence, les taux de variation annuelle pour 2021 sont un peu moins importants que prévu. La prévision du consensus recule également, mais pour 2021 et 2022, elle reste bien supérieure à la nôtre. La dynamique de la croissance ne devrait pas accélérer ces prochains mois. Pour le 2^e trimestre, l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) compilé par le SECO s'est avéré un indicateur très précis pour estimer la croissance du PIB. Concernant le 3^e trimestre, il pointe vers un ralentissement de la croissance par rapport au précédent. A court terme, l'introduction de l'obligation étendue du certificat COVID devrait peser sur le chiffre d'affaires de l'hôtellerie-restauration et des centres de fitness.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,6%	2021 : 0,4%
2022 : 0,8%	2022 : 0,6%

Des prix de l'énergie qui restent élevés alimenteront une hausse temporaire de l'inflation d'ici la fin de l'année, à 1,3%. Le mazout payé par le consommateur coûte 33% de plus qu'au début de l'année. A moyen terme, notre scénario concorde avec la prévision inflationniste conditionnelle de la BNS. Ensuite, même si la politique monétaire reste inchangée, le taux d'inflation ne dépassera pas avant mi-2024 la limite supérieure de la fourchette de 0% à 2% correspondant à la stabilité des prix.

Japon

En quête d'un nouveau leader

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,3%
2022 : 2,0%	2022 : 3,0%

Depuis le début de l'année, la cote de popularité du gouvernement du premier ministre Yoshihide Suga est en chute libre. Début 2020, elle était de 70%, contre 29% en août 2021. La décision de Yoshihide Suga d'annoncer son départ avant même les élections à la tête du parti libéral-démocrate (LDP), et celles au parlement le 28 novembre, est donc compréhensible. Le vainqueur encore très incertain des élections à la tête du LDP au 29 septembre sera sûrement le successeur de Yoshihide Suga, et ne proposera certainement pas de grande réorientation politique. La situation sanitaire se détend au Japon : le nombre de cas baisse depuis début septembre, et près de 70% de la population est primo-vaccinée, plus qu'aux Etats-Unis ou en Allemagne. L'état d'urgence devrait donc être levé fin septembre, et l'obligation d'isolement pour les vaccinés devrait suivre en novembre. Grâce à ces perspectives, le PMI des prestataires de services a livré une bonne surprise avec une hausse de 4,5 points, à 47,4. L'industrie reste aux prises avec la rareté de l'offre et son PMI a chuté sous la barre des 50, à 48,1, pour la première fois depuis janvier. Les délais de livraison atteignent des longueurs inédites, et ces difficultés affectent particulièrement les constructeurs automobiles. En août, les exportations automobiles réelles ont reculé de 14,6%, après que les stocks ont été considérablement réduits en juillet.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : -0,3%	2021 : -0,2%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

L'inflation nationale des prix à la consommation est restée en territoire négatif en août, à -0,4%. Pour la première fois depuis juillet 2020, portée par des effets de base des prix hôteliers après des remises subventionnées en 2020, l'inflation sous-jacente (inflation sans les produits alimentaires frais) a grimpé à 0,0%. Celle des prix à la production est restée proche de son pic à 5,5%, mais ne devrait impacter les prix à la consommation qu'à la marge.

Chine

Un incendie peu probable

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,3%	2021 : 8,4%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

Une fois de plus, le marché immobilier chinois tient le monde en haleine. La crise d'Evergrande résulte du durcissement réglementaire de 2020, elle est ainsi sciemment acceptée par les autorités. L'objectif semble clair : corriger la mauvaise allocation de capitaux dans un secteur immobilier hypertrophié et investir dans des activités plus productives. Pékin va chercher coûte que coûte à éviter un effondrement des prix et donc une réaction en chaîne impactant la consommation privée et les promoteurs jusqu'ici en bonne santé. La réglementation continue donc de viser l'endettement élevé de nombreux promoteurs immobiliers. La dette et les fonds propres sont souvent placés en Chine et les banques commerciales qui octroient les crédits sont aux mains de l'Etat, qui les a donc libres pour gérer la crise. Une crise financière est donc très improbable, et résulterait d'une erreur de Pékin. Toutefois, un nouveau ralentissement du secteur, qui avec la construction représente 14,5% du PIB chinois, est probable du fait de la hausse du coût du financement pour les développeurs et d'une retenue au moins temporaire des acquéreurs. La dernière « crise immobilière » induite par l'Etat en 2015 a toutefois montré un impact limité sur le solide secteur des services. Nous maintenons donc nos prévisions de croissance de 8,3% (2021) et 5,4% (2022), toujours en deçà du consensus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,0%	2021 : 1,3%
2022 : 2,1%	2022 : 2,2%

Exception majeure des marchés émergents, l'inflation chinoise des prix à la consommation reste inférieure à 1%, sous pression de faibles prix des denrées alimentaires et des communications. L'inflation sous-jacente est faible en août, à 1,2%. La banque centrale a donc une grande latitude pour mener une politique monétaire plus expansionniste si l'économie ralentit plus que prévu après les récentes turbulences du marché immobilier.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
🐦 @kunzi_damian



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 Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main 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.