

Septembre 2021

## A retenir

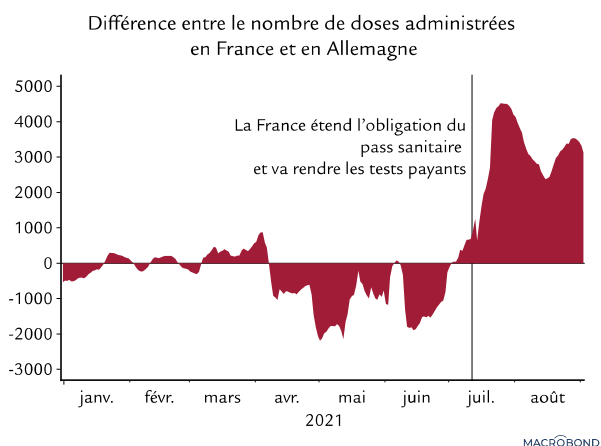
- Un « monde sous Covid-19 » reste un scénario plus probable qu'un « monde post-Covid-19 »
- Les élections en Allemagne devraient avoir un faible impact économique
- Suisse : maintien de la stabilité des prix malgré une inflation trois fois plus élevée

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 août 2021

## Graphique du mois



Alors que la Chine reste intraitable face au moindre cas de Covid, la volonté politique de réintroduire de vastes restrictions est faible en Europe et aux Etats-Unis. De part et d'autre de l'Atlantique, on espère plutôt contenir la quatrième vague grâce à une plus forte incitation à la vaccination. La France a déjà largement étendu le pass sanitaire en juillet et va rendre les tests payants. Une mesure très controversée sur le plan politique, mais si l'on compare les chiffres français de la vaccination à ceux de l'Allemagne, l'effet escompté a déjà eu lieu et d'autres pays devraient emboîter le pas. Récemment, les pays développés ont déjà lancé l'administration d'une troisième dose.

## Etats-Unis

### La fin de l'argent bon marché ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,2%
2022 : 3,5%	2022 : 4,4%

Aux Etats-Unis, l'euphorie de la croissance retombe un peu plus. Pour le second mois de rang, les prévisions du consensus pour 2021 sont en repli et proches de la nôtre relativement prudente, à 6,0%. En cause, des chiffres du PIB décevants au 2<sup>e</sup> trimestre, marqué par le recul des investissements et une consommation publique plus faible. La vague Delta a fortement assombri le moral des prestataires et consommateurs au 3<sup>e</sup> trimestre : en août, l'indice du moral des ménages de l'université du Michigan s'est même inscrit en deçà du plus bas pandémie d'avril 2020. Aussi, rien d'étonnant à ce que Jerome Powell, directeur de la Fed, ait joué la carte de la réserve lors de son discours à Jackson Hole. Il envisage certes une réduction du rachat d'emprunts, mais les hausses de taux ne suivront qu'après un certain temps. L'institution estime toujours que l'inflation est de nature temporaire et que la pression salariale va refluer sous l'effet d'entrées sur le marché du travail. De plus, l'évolution de la productivité a suivi le rythme des coûts salariaux des entreprises, atténuant également les craintes d'inflation. Dans l'ensemble, l'ère de l'argent bon marché n'est pas terminée, même si les stimuli de la politique monétaire vont s'affaiblir ces douze prochains mois.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,3%	2021 : 4,1%
2022 : 3,0%	2022 : 2,9%

Comme prévu, la dynamique américaine d'inflation a fléchi en juillet. Les prix sont certes supérieurs de 5,4% par rapport à 2020, à cause notamment d'une base de comparaison plus faible cette année-là. Par rapport au mois précédent, les prix des biens ont notamment fléchi, ceux des véhicules d'occasion ont p. ex. peu augmenté, après une croissance à deux chiffres les mois d'avant. Une fois n'est pas coutume, notons un recul surprise de l'inflation dans les services.

## Zone euro

### Politique budgétaire procyclique

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,7%	2021 : 4,8%
2022 : 3,4%	2022 : 4,4%

Le fonds de relance européen prend peu à peu forme. Sous le vocable « NextGenerationEU », ce sont plus de 800 milliards d'euros de prêts et subventions d'ici 2026 qui iront aux pays membres de l'UE. Le remboursement des sommes octroyées devra intervenir d'ici 2058. Souvent, les programmes budgétaires produisent leur effet procyclique avec un retard s'ajoutant à une reprise économique déjà en cours. Et ce plan ne déroge pas à la règle : cet instrument a été choisi en juillet 2020, alors que l'économie commençait à se remettre du choc précédent. Les projets et investissements, qui cibleront principalement la protection du climat et la numérisation, sont désormais prévus et seront mis en œuvre à compter de 2022. Quantifier la contribution des moyens issus du fonds de relance à la croissance sur les prochaines années relève de la gageure. Les chiffres cités par les acteurs politiques sont probablement des chiffres bruts : d'expérience japonaise, ce type de plan d'infrastructure est soumis à des effets d'annonce et d'aubaine. Certains projets auraient de toute façon vu le jour, simplement, leur financement devient plus simple. Les effets d'aubaine interviennent quand l'ensemble de la création de valeur en lien avec les projets ne peut pas être produite par des fabricants au sein de la zone euro.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%
2022 : 1,7%	2022 : 1,5%

La fourchette de l'inflation s'étend actuellement de 0,3% à Malte à 5,0% en Estonie, sa marque inférieure et son plafond restent en hausse par rapport au mois précédent. Récemment, l'inflation a reflué uniquement aux Pays-Bas. Dans notre scénario de référence, nous voyons toujours l'inflation de la zone euro graviter autour de 1,5% d'ici 2024. Aussi, rien ne presse la BCE de passer à l'action dans une optique de durcissement de sa politique monétaire.

## Allemagne Comme d'habitude

### Croissance du PIB

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

Même si les élections au Bundestag et les négociations pour former une coalition qui suivront attirent l'attention des analystes, le verdict des urnes n'aura que peu d'impact économique à court terme. D'un scénario peu probable d'une coalition rouge-rouge-verte, on peut s'attendre au maintien de l'actuelle politique budgétaire pour la première moitié de la législature dans toutes les configurations possibles. Fait intéressant, le SPD, en tête des sondages, présente le programme le plus restrictif sur le plan budgétaire. La raison à cela réside dans la hausse de l'imposition prévue des hauts revenus. A long terme, la question décisive de la politique budgétaire sera celle de la réintroduction des freins à l'endettement. Cette décision, qui sera en son temps nécessaire, n'influence aucunement notre prévision de croissance du PIB des dix-huit prochains mois. Celle-ci s'inscrit dans le plus petit percentile de l'univers de toutes les entreprises interrogées par Consensus Economics. Notre prudence s'explique notamment par les difficultés de livraison dans l'industrie, dont l'effet pesant est souligné par la morosité du moral des entreprises. Clairement, la résorption rapide des goulets d'étranglement de l'approvisionnement est le risque le plus important pour notre prévision des prochains trimestres.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,8%	2021 : 2,8%
2022 : 1,9%	2022 : 1,9%

Les chiffres provisoires du mois d'août indiquent une inflation en hausse, à 3,9%. Une évolution amenant la Bundesbank à prévenir d'une hausse transitoire jusqu'à 4% à 5% d'ici la fin 2021. D'après notre estimation, le pic cyclique devrait être de 4,2% et sera atteint en novembre. La disparition prochaine de plusieurs effets exceptionnels conjurera bientôt le risque d'inflation. Nous prévoyons un taux de seulement 2,1% pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2022, soit la moitié du pic prévu.

## France L'inflation franchit 2%

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 5,9%
2022 : 3,3%	2022 : 3,9%

En étendant le passe sanitaire et en annonçant la fin de la gratuité des tests, le président Emmanuel Macron a réussi à faire accélérer la vaccination (voir page 1). Paris a ainsi montré la voie à suivre au reste de l'Europe quant à la future gestion de la pandémie : tant que les variants du coronavirus pourront être combattus par la vaccination, de nouvelles mesures de restriction comme à l'époque des confinements sont très improbables et la poursuite de la reprise économique n'est pas compromise. Les difficultés de livraison côté offre et une réduction de la demande contenue causent toutefois un ralentissement de la dynamique conjoncturelle. Si la forte hausse du PIB de 1,1% signée au 2<sup>e</sup> trimestre ne se reproduira pas, il reste que la croissance française affiche un rythme si soutenu que l'économie reviendra à son niveau pré-crise dès le 1<sup>er</sup> trimestre 2022. Un cap symbolique dont le franchissement coïncidera avec l'élection présidentielle. Le locataire de l'Élysée profitera également de l'effet du fonds européen de relance. D'après les dernières informations, dans le cadre de ce programme d'investissement d'environ 2% de son PIB, la France se concentrera largement sur des projets verts.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,5%
2022 : 1,4%	2022 : 1,3%

Les derniers chiffres de l'inflation brossent un tableau similaire à celui observé aux Etats-Unis ou en Allemagne. En France également, l'inflation annuelle a augmenté en août, à 2,4%, dépassant la cible de la BCE. D'ici la fin de l'année, il faut continuer à s'attendre à des taux supérieurs à 2%, alors qu'à long terme, les prévisions restent ancrées sous les 2%. Une situation attestée par la prévision du consensus pour 2022 et visible dans les prix du marché pour les emprunts indexés sur l'inflation.

## Royaume-Uni

### La pénurie de main-d'œuvre pèse

#### Croissance du PIB

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

Au 2<sup>e</sup> trimestre, le Royaume-Uni a signé une croissance éblouissante de 4,8% par rapport au 1<sup>er</sup>, légèrement supérieure à nos prévisions, que nous avons donc ajustées à la hausse. Malgré ce rattrapage, l'économie britannique reste à la traîne du continent. L'écart avec le niveau pré-crise persiste à 4% et devrait être comblé d'ici le 3<sup>e</sup> trimestre 2022. Les pénuries côté offre gênent la reprise, et le marché de l'emploi s'est redressé bien plus rapidement que prévu. En juillet, il y avait 953 000 postes vacants, une première dans cette série de données, et le nombre des chômeurs a reflué. Rien d'étonnant donc à ce que les entreprises britanniques se plaignent de difficultés à recruter. Accessoirement, la situation s'est tendue du fait de barrières à l'immigration plus importantes pour les citoyens de l'UE, conséquence du Brexit. Le secteur des transports, par exemple, a perdu ses chauffeurs étrangers lors de la crise sanitaire, ce qui induit à l'heure de la reprise des retards de livraison dans l'industrie et le commerce de détail. La pression salariale a crû, mais les chiffres officiels, une hausse des salaires de 8,8% par rapport à juin 2020, sont altérés par des facteurs techniques. Corrigée de ces effets, elle devrait tout de même signer un beau 3% à 4%, selon la Banque d'Angleterre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,0%	2021 : 2,2%
2022 : 2,1%	2022 : 2,7%

Les chiffres de l'inflation en juillet confirment notre prévision (2,0% comparé à 2020), plus prudente que celle de nos concurrents. Nous n'avons donc pas modifié notre prévision pour l'ensemble de l'année 2021. Ces prochains mois, l'inflation va nettement augmenter du fait d'un effet de base (baisse temporaire de la TVA en 2020) et atteindre un pic à environ 3% en fin d'année. En 2022, nous attendons une inflation moyenne de 2,1%, nettement inférieure à la prévision du consensus.

## Suisse

### Nouveau régime d'inflation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,7%
2022 : 2,5%	2022 : 2,9%

Les premières données officielles quant au PIB du 2<sup>e</sup> trimestre ne seront publiées qu'après la clôture de la rédaction de ce document. Nous attendons une hausse de 2%, légèrement au-dessus de la médiane de 1,9% des prévisions collectées par l'agence de presse Bloomberg. Paradoxalement, nos prévisions pour l'ensemble de l'année 2021 et 2022 sont en deçà de celles du consensus. Les données déjà connues sur la dynamique conjoncturelle remettent toutefois en question l'optimisme récent, voire croissant, affiché par de nombreux instituts. Le baromètre conjoncturel du KOF a par exemple nettement infléchi sa course ces deux derniers mois, et l'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO indique un tempo nettement ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre. Les difficultés de livraison dans l'industrie, les récentes déconvenues dans la lutte contre la pandémie et, de plus en plus, la pénurie de main-d'œuvre spécialisée dans les secteurs particulièrement touchés par les restrictions initiales entravent l'économie suisse dans la pleine exploitation de son potentiel lors des prochains trimestres.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,4%
2022 : 0,7%	2022 : 0,6%

La hausse de l'inflation touche aussi la Suisse. Nous attendons un pic de 1,2% fin 2021. Elle reste donc confortablement installée dans la cible de 0% à 2% que la BNS assimile à la stabilité des prix. Toutefois, nous sommes en présence d'un nouveau « régime d'inflation ». Dans notre scénario de référence, nous attendons une inflation moyenne de 0,6% ces prochaines années, une valeur qui est le triple de celle de la période 2006 – 2019.

## Japon

### Rattrapage vaccinal

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,4%
2022 : 2,1%	2022 : 3,0%

D'après l'indice « Economic Surprise Index » de Citi, le Japon est l'une des rares économies à avoir récemment livré principalement de bonnes surprises dans la publication de ses chiffres. Cela tient notamment au fait que les attentes des économistes ont été revues à la baisse. Ainsi, dans sa dernière enquête, le consensus prévoyait une croissance du PIB en 2021 proche de la nôtre, prudente, à 2,4%. Nous pensons que le yo-yo oscillant entre optimisme en début d'année puis pessimisme en milieu d'année, va revenir du côté positif. Primo, après un retard patent, la campagne de vaccination a véritablement décollé : à l'heure où nous écrivons, 57% de la population avaient reçu au moins une dose. Le Japon se situe donc au niveau de la Suisse, mais contrairement à elle, son rythme vaccinal ne montre pas de signe de ralentissement. Secundo, après des performances décevantes de janvier à juillet, l'industrie devrait reprendre des couleurs. Comme en Europe, la pénurie de semi-conducteurs dans la production automobile a pesé lourd sur la conjoncture industrielle. Le Japon en est lui-même un des principaux fabricants, et a pu depuis peu nettement renforcer la production et l'exportation de ces composants, mais aussi des machines permettant leur fabrication. A cet égard, la situation des constructeurs automobiles devrait progressivement s'améliorer.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : -0,3%	2021 : 0,1%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

Les chiffres de l'inflation japonaise pour juillet 2021 ont été publiés le 20 août – soit après le recensement des prévisions – et l'année de référence est passée de 2015 à 2020, avec une nouvelle pondération du panier-type. Les changements sont spectaculaires : en raison du poids des tarifs des communications mobiles, l'inflation globale de juin est passée de 0,2% à -0,5%. Nous avons donc revu notre prévision d'inflation pour l'année, de 0,0% à -0,3%.

## Chine

### Le Delta momentanément vaincu

#### Croissance du PIB

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

Fait inédit depuis juillet, le 24 août a marqué en Chine l'absence de cas de Covid autochtones et la présence de seulement 21 importés. La politique de tolérance zéro face au virus est donc récompensée, non sans mal pour l'économie. Les ventes au détail en juillet ont fortement déçu les attentes, progressant seulement de 8,5% par rapport à 2020. En août, le PMI du secteur non manufacturier a glissé sous la marque des 50 points, à 47,5. Les commandes effectives et leurs prévisions ont contribué à cette chute. Dans le secteur manufacturier, le PMI est aussi en repli en août, mais s'accroche à 50,1 points, juste au-dessus de la ligne de flottaison. Outre les restrictions liées au Covid, les interruptions en raison des inondations et les mesures règlementaires ont certainement pesé sur l'activité et le moral. L'incertitude générée par la vague règlementaire devrait également demeurer élevée. Récemment, la limitation des jeux en ligne a par exemple été renforcée. En outre, des risques baissiers du fait de la pandémie demeurent, même si celle-ci semble contenue pour l'heure. De plus, la mobilité s'est à nouveau fortement redressée depuis mi-août dans des villes particulièrement touchées. Nous demeurons donc tout à fait à l'aise avec nos prévisions de croissance prudentes.

#### Inflation

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

L'inflation annuelle des prix à la consommation recule encore en juillet, mais s'établit à 1,0%, soit légèrement au-dessus de la prévision du consensus. La déflation des prix des denrées alimentaires a faibli de -2,2%, à -0,4%, par rapport au mois précédent. L'inflation des prix à la production s'est de nouveau fixée à 9,0%, après un bref recul en juin. Selon nous, l'impact des coûts de production sur les prix à la consommation restera très limité.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.