

Juillet 2023

A retenir

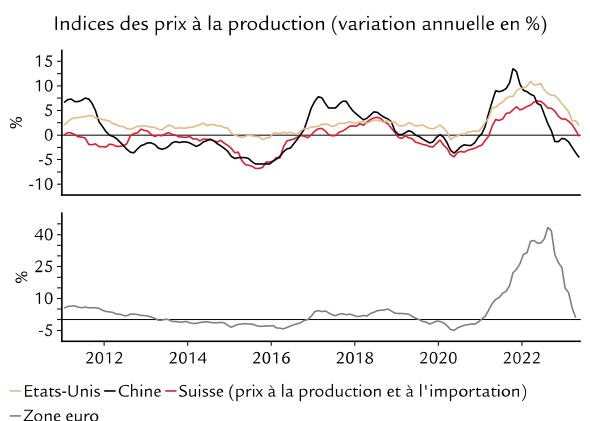
- Etats-Unis : des signes d'un revirement positif sur le marché immobilier compliquent la tâche de la Fed
- Zone euro : la déprime industrielle s'aggravant, la pression sur les prix des biens devrait refluer
- Chine : la pression inflationniste reste faible, la reprise ralentit encore

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	0,9%	1,3% ↑	0,6%	0,5% ↓	4,1% ↓	4,1% ↓	2,5%	2,6%
Zone euro	0,4% ↓	0,6% ↓	0,8%	0,9%	5,5%	5,4% ↓	2,4%	2,4%
Allemagne	-0,2%	-0,2% ↓	0,6%	1,1%	6,0%	6,0% ↓	2,3%	2,5% ↓
France	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%	4,8%	5,3% ↓	2,1%	2,7% ↑
Italie	1,1%	1,0% ↑	0,6%	0,8% ↓	6,1%	6,1%	2,1%	2,5% ↑
Espagne	1,8%	1,8% ↑	1,2%	1,5% ↓	3,9%	3,7% ↓	2,5%	2,9% ↑
Royaume-Uni	0,0%	0,1% ↑	0,4%	0,8%	7,4%	7,3% ↑	2,8%	3,2% ↑
Suisse	0,7%	0,7%	1,5%	1,4%	2,1%	2,4% ↓	1,6%	1,4% ↓
Japon	1,2% ↑	1,1% ↑	0,7%	1,0% ↓	2,7%	2,8% ↑	1,2% ↑	1,5% ↑
Chine	5,8%	5,7% ↓	5,2%	4,9%	1,2% ↓	1,3% ↓	2,0% ↓	2,3% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 juin 2023

Graphique du mois



Le choc d'approvisionnement est maîtrisé dans les secteurs des biens et du transport. Sur les marchés des matières premières, de nouveaux équilibres de prix sont apparus après l'incertitude de 2022. La pression des prix côté fabricants a ainsi reflué. Actuellement, la Chine exporte à nouveau de la désinflation. En Suisse, l'évolution des prix à la production précède d'environ quatre mois celle des prix à la consommation. Les ménages peuvent donc s'attendre à un nouveau repli de l'inflation. Toutefois, son ampleur reste tributaire du pouvoir de fixation des prix des entreprises et de l'évolution des tarifs dans le tertiaire.

Etats-Unis Des signaux brouillés

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,9%	2023 : 1,3%
2024 : 0,6%	2024 : 0,5%

Les données économiques américaines présentent un tableau contrasté. D'une part, la production industrielle s'essouffle et confirme ainsi la dynamique mondiale négative des enquêtes du secteur. Le PMI S&P américain enregistre à nouveau des valeurs proches des plus bas de décembre 2022 pour les composants production et nouvelles commandes. D'autre part, enquêtes comme chiffres d'activité font état d'un secteur tertiaire en forme, et le rebond du marché immobilier se poursuit après un creux. Selon l'enquête NAHB, le moral des courtiers s'améliore, les mises en chantier sont reparties de plus belle en mai et après sept mois de baisse, les prix remontent. S'il s'avère que les acteurs de l'immobilier ont digéré le choc des taux de 2022 et restent confiants, cela serait, ironie du sort, un signal problématique pour l'économie américaine. En effet, il pourrait conduire la Fed à relever encore ses taux, freinant davantage les investissements des entreprises et le marché des immeubles commerciaux qui, contrairement au résidentiel, fait face à un taux de vacance élevé. Nous maintenons notre prévision d'une faible récession aux Etats-Unis, mais en raison des données contradictoires, il reste difficile de prévoir quand elle se produira. Notre hypothèse actuelle est celle d'un ralentissement dès le 2^e semestre 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,1%	2023 : 4,1%
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%

L'inflation globale américaine recule conformément à nos prévisions et s'établit en mai à 4,0%. Les prix de l'énergie et des services (hors logement) y ont contribué un peu plus que prévu, alors que l'inflation liée au logement et celle des biens de consommation ont été étonnamment tenaces. L'inflation sous-jacente est également en baisse, mais reste à un niveau (5,3%) qui n'exclut pas de nouvelles hausses de taux.

Zone euro Déprime industrielle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,4%	2023 : 0,6%
2024 : 0,8%	2024 : 0,9%

En mai, la production industrielle en zone euro a livré une bonne surprise, mais qui s'explique uniquement par une hausse volatile de 21% en Irlande. En France et en Allemagne, la production industrielle progresse certes légèrement, mais reste nettement en deçà du niveau pré-covid, et évolue latéralement depuis janvier. Le secteur s'est mieux remis de la pandémie en Italie et en Espagne, il enregistre toutefois une forte baisse, surprenante, en avril. Malgré la détente des prix de l'énergie, les branches gourmandes en énergie de l'UEM comme la chimie ou la métallurgie n'ont pas énormément augmenté leur production cette année. De plus, la production automobile est atone depuis le début de l'année, bien que les plans de production restent très positifs en Allemagne. Une réalité se dessine dans ce secteur : après sa réouverture, la Chine ne va pas donner de stimuli de croissance, mais va plutôt être une sérieuse concurrente qui va aggraver les problèmes structurels du secteur secondaire européen. En avril, les exportations de voitures chinoises ont atteint de nouveaux sommets. Le PMI de juin confirme la déprime industrielle en zone euro par un nouveau repli de la production et des commandes et – une première depuis la pandémie – un recul de l'emploi industriel.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,5%	2023 : 5,4%
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%

Après la quasi-disparition de la pénurie d'offres, la demande industrielle faiblissante devrait être le principal moteur des prix des biens. En zone euro, les prix à la production baissent depuis quatre mois ; leur inflation annuelle en avril a surpris en glissant sous 2% (à 1,0%) pour la première fois depuis février 2021. Les directeurs d'achat de l'industrie font eux aussi état de baisse des prix d'achat et de vente, depuis respectivement quatre et deux mois. La pression des prix reste en revanche élevée dans le tertiaire.

Allemagne

Pénurie de main-d'œuvre

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,2%	2023 : -0,2%
2024 : 0,6%	2024 : 1,1%

Tant les données d'enquête que d'activité en Allemagne sont décevantes pour le mois dernier. En avril, les ventes au détail et la production industrielle ont moins augmenté que prévu, le PMI du secondaire a plongé en juin un peu plus sous les 50 points, et celui du tertiaire, bien qu'à un niveau toujours élevé, n'est pas là où nous l'attendions. Les affaires en cours sont ainsi en repli pour la première fois depuis janvier. Néanmoins, l'emploi continue de progresser. La pénurie de main-d'œuvre est le facteur limitant la production, tant dans le secteur industriel que dans celui des services, invoquée par de plus en plus d'entreprises par rapport à la période avant la pandémie. Cette pénurie va préoccuper l'économie allemande pendant un long moment. D'ici 2035, la population active pourrait baisser de 8% et l'agence fédérale de l'emploi estime qu'il va manquer quelque 400 000 emplois qualifiés par an. A 70%, la participation au marché du travail en Allemagne est relativement élevée, et le potentiel de hausse est donc limité. Il ne reste donc que l'immigration comme solution, qui était sur une tendance baissière depuis 2015 avant la forte hausse due à la guerre en Ukraine. Face à cette réalité, l'exécutif vient de faire voter une nouvelle loi censée faciliter l'arrivée de travailleurs étrangers.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,0%	2023 : 6,0%
2024 : 2,3%	2024 : 2,5%

La pénurie de main-d'œuvre va maintenir structurellement élevée la pression salariale et donc des prix, notamment dans le secteur tertiaire. En termes cycliques, la détente se profile toujours pour les prix des biens. Les prix à la production en mai ont reculé davantage que prévu et les entreprises industrielles ont baissé leurs prix de vente pour la première fois depuis 2020, selon le PMI. Nous prévoyons donc un repli progressif de l'inflation à 2% vers la fin 2024, mais sans revenir au taux moyen pré-covid de 1,2%.

France

Hors tempo

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,6%	2023 : 0,6%
2024 : 0,9%	2024 : 0,9%

A la veille du départ du prestigieux Tour de France, la conjoncture française ne semble pas suivre le même rythme. Les stimuli venus de Chine espérés en début d'année n'ont pas été à la hauteur. Par ailleurs, le resserrement continu de la politique monétaire de la BCE pèse de manière sensible sur le commerce. La composante «commandes reçues» du PMI industriel a atteint en juin sa valeur la plus faible de 2023, de mauvais augure pour le second semestre. En matière de prévision conjoncturelle, il est quasiment impossible de déterminer l'instant exact d'un revirement conjoncturel, même en analysant correctement les évolutions fondamentales. Les données disponibles, dont certaines à haute fréquence, permettent de dater le ralentissement économique à la mi-mai. D'après la plateforme d'offres d'emploi en ligne Indeed, le volume d'annonces publiées depuis cette période a baissé, tous secteurs confondus. De plus, les chiffres d'enquêtes scrutées de près interrogeant les entreprises ont continué de se dégrader. Outre la période de faiblesse persistante dans l'industrie manufacturière, le PMI du secteur tertiaire a également baissé en juin, glissant sous le seuil de croissance des 50 points.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,8%	2023 : 5,3%
2024 : 2,1%	2024 : 2,7%

En France également, le taux de variation annuel des prix à la production est en repli. Toutefois, les données disponibles ne vont que jusqu'au mois d'avril inclus. Selon l'enquête parmi les directeurs d'achat citée plus haut, la majorité des entreprises interrogées de l'industrie manufacturière interrogées ont depuis baissé leurs prix de vente. En réponse à la pression politique, la grande distribution s'est engagée à faire profiter la clientèle des prix d'achat moins élevés. Ces considérations expliquent notre prévision de taux d'inflation comparativement faible.

Italie

L'industrie sous pression

L'économie italienne, étonnamment vivace depuis la pandémie, voit ses moteurs s'essouffler progressivement. Les investissements dans le domaine du logement, conséquence des incitations à durée limitée en faveur de la rénovation énergétique, ont déjà dépassé leur pic. Comme ailleurs, le moteur industriel tousse : la tendance baissière de la production dans ce secteur (corrigée des variations saisonnières) a accéléré en avril 2023, et les PMI continuent d'envoyer des signaux de contraction. Le secteur cyclique de la chimie en particulier traverse une mauvaise passe, alors que ceux de la pharmacie et du transport (aérien surtout) continuent de bien se porter. Le fossé avec le tertiaire s'est creusé : la tendance haussière des ventes au détail se poursuit, et le moral des ménages a livré une bonne surprise en juin. L'appréciation de la situation financière personnelle est meilleure, probablement grâce à la baisse de l'inflation, et la sécurité de l'emploi est jugée meilleure malgré la légère hausse du chômage au 1^{er} trimestre.

Espagne

Pression salariale modérée

Au mois de mai, la pression inflationniste a de nouveau reflué en Espagne, l'inflation globale passant de 4,1% à 3,2% par rapport à mai 2022. La baisse de l'inflation sous-jacente est un peu plus lente, à l'instar de l'évolution de la zone euro dans son ensemble, et s'établit à 6,1% en mai, soit le double de l'inflation globale. Selon nous, cette tendance s'est poursuivie en juin, un mois où la BCE a nettement relevé sa prévision d'inflation et cité la pression salariale parmi les principaux motifs. Cette dernière a évolué de manière très hétérogène au sein de l'UEM. Certes, le coût du travail moyen au 1^{er} trimestre a également augmenté, mais la trajectoire à moyen terme devrait être plus favorable que dans la zone euro prise dans sa globalité. De l'autre côté des Pyrénées, les négociations salariales tiennent compte de l'inflation globale. Une nouvelle convention collective d'une durée de trois ans entre également en vigueur dans le cadre de la dernière réforme du marché du travail. Des facteurs qui devraient maintenir une pression salariale comparativement modérée.

Suisse

Repli continu de la dynamique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,7%
2024 : 1,5%	2024 : 1,4%

Notre estimation d'une évolution conjoncturelle globalement dépourvue de stimulus s'est confirmée à la fin du 2^e trimestre. *In globo*, les enquêtes auprès des entreprises sont orientées à la baisse ; les PMI de l'industrie et les PME plutôt orientées vers le marché intérieur sont désormais sous le seuil de croissance de 50 points. En revanche, la même enquête parmi les directeurs d'achat du secteur tertiaire fait toujours état d'une progression. C'est donc principalement la consommation des ménages qui devrait soutenir la conjoncture durant les mois d'été. Toutefois, même pour les consommateurs suisses, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel. Les perspectives de hausse des primes des caisses-maladie et des loyers réduiront le pouvoir d'achat lors des mois à venir. A la différence des dernières années, il faut s'attendre à ce que ce pouvoir d'achat domestique passe ses vacances en Europe, la soif de voyages à l'étranger non assouvie suite au covid n'étant pas éteinte. La hausse des coûts de construction et de financement ainsi que la baisse du nombre de permis de construire accordés sont un autre frein à la dynamique du secteur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,4%
2024 : 1,6%	2024 : 1,4%

Notre modèle prédit un repli temporaire de l'inflation sous le seuil des 2% au 2^e semestre. Il repose sur l'indice des prix à la production et à l'importation ainsi que sur l'évolution des prix des services d'après le PMI. Vers la fin de l'année 2023 et début 2024, l'inflation au niveau des ménages sera influencée par des effets exceptionnels que le modèle ne prend pas en compte : hausse des loyers résidentiels existants, augmentation des tarifs des transports publics et relèvement de la TVA. Une nouvelle hausse des prix de l'électricité en 2024 ne serait pas une surprise.

Royaume-Uni Stagflation ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,0%	2023 : 0,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,8%

En avril, le PIB mensuel a progressé de 0,2% par rapport à mars, compensant tout du moins partiellement la perte de mars. Le rebond a été surtout porté par le tertiaire, qui s'est en partie remis du mauvais temps en mars. En parallèle, la production industrielle et la construction se sont contractées, mais c'était le premier repli mensuel depuis août 2022. Depuis l'été 2022, la production industrielle a globalement rebondi, à l'inverse du PMI de l'industrie britannique, qui est resté sous le seuil des 50 points tout ce temps. Comme dans le secondaire, les coûts de financement freinent l'activité d'investissement dans le secteur de la construction. Le marché du travail, pour sa part, résiste mieux que prévu ; en avril, le taux de chômage a de nouveau baissé, à la surprise générale, alors que la croissance des salaires a progressé à 7,2%. C'est tout simplement le plus haut niveau post-covid. Des données qui contrastent avec les prévisions de la Banque d'Angleterre, qui supposaient un ralentissement de la dynamique salariale. La tension accrue inattendue sur le marché du travail ainsi que l'inflation sous-jacente élevée devraient maintenir la pression sur l'institution à relever à nouveau les taux. A moyen terme, nous considérons le risque de stagflation comme important.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,4%	2023 : 7,3%
2024 : 2,8%	2024 : 3,2%

En mai, l'inflation est restée à un niveau élevé de 8,7% par rapport à l'an dernier, et la sous-jacente a surpris en continuant d'augmenter. Les prix des services ont été le facteur principal, même si l'inflation de ceux de l'alimentation et des biens de consommation est demeurée élevée. La Banque d'Angleterre a relevé ses taux en juin, et davantage que prévu. Le marché table sur d'autres hausses, jusqu'à 6% (contre 5% actuellement), ce que nous jugeons un peu exagéré.

Chine Pression des prix en repli

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,8%	2023 : 5,7%
2024 : 5,2%	2024 : 4,9%

Après que les données économiques d'avril ont nettement déçu les attentes, celles de mai signalent un nouveau ralentissement de la reprise. Les chiffres du commerce extérieur de mai ont à nouveau livré une mauvaise surprise, avec notamment un effondrement des exportations. Les importations ne sont pas épargnées. Après avoir fortement déçu en avril, la production industrielle a été conforme aux attentes pour mai, mais celles-ci avaient été revues à la baisse. Le PMI officiel du secteur industriel est resté un second mois de rang sous le seuil de croissance des 50 points. La consommation des ménages demeure solide, et les ventes au détail poursuivent sur leur belle lancée. Une performance à nuancer toutefois, car certains effets de base des confinements de 2022 jouent encore. Le gouvernement a déjà réagi à ces données moroses, la banque centrale chinoise procédant à une baisse surprise de son taux directeur mi-juin, de 0,1 point de pourcentage. La faible inflation lui donne un peu de latitude. Les données au ralenti ont également relancé les spéculations quant à de possibles plans de relance de la part de l'exécutif. Toutefois, nous estimons faible la probabilité d'un plan d'ampleur, notamment dans les infrastructures ou l'immobilier.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 1,2%	2023 : 1,3%
2024 : 2,0%	2024 : 2,3%

Le taux d'inflation des prix à la consommation en Chine a certes peu augmenté en mai, mais il reste très bas à 0,2% par rapport à l'année précédente. Les prix à la production restent clairement en territoire déflationniste, à -4,6% comparés à l'an dernier. La faible pression des prix traduit l'absence de surchauffe de l'économie.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



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, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.