

Février 2024

A retenir

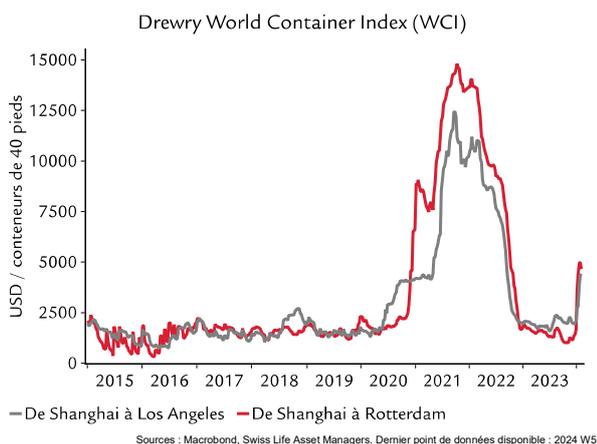
- Les attaques en mer Rouge font grimper les coûts du fret, mais le risque d'inflation est contenu
- Selon les enquêtes, les Etats-Unis ont mieux entamé 2024 que l'Europe
- Chine : crise immobilière et ambiance morose entraînent faible croissance et déflation

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,9% ↑	1,4% ↑	1,6%	1,7%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%
Zone euro	0,4% ↑	0,5%	1,0%	1,3%	2,2% ↑	2,2% ↓	1,9%	2,0%
Allemagne	0,0%	0,3% ↓	1,0%	1,2%	2,1%	2,5% ↓	1,9%	2,1%
France	0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	2,1%	2,5% ↑	1,7%	1,9%
Italie	0,5% ↑	0,5%	0,8%	1,0%	1,7%	2,0% ↓	1,9%	1,8%
Espagne	1,3% ↑	1,3%	1,6%	1,8%	2,7% ↑	2,9% ↓	2,1%	2,1%
Royaume-Uni	0,3% ↓	0,2% ↓	1,0%	1,0%	3,0%	2,7% ↓	2,4%	2,2%
Suisse	1,0%	1,2% ↑	0,9%	1,6%	1,7%	1,5% ↓	0,9%	1,2%
Japon	0,6% ↓	0,8% ↓	0,7%	1,0%	2,0% ↑	2,2% ↓	1,4%	1,5%
Chine	4,5% ↓	4,6%	4,4%	4,3%	1,0%	1,2% ↓	1,9%	1,7%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 janvier 2024

Graphique du mois



La hausse rapide du coût du fret depuis décembre à la suite des attaques sur les navires en mer Rouge ravive le souvenir de la pandémie et des craintes d'inflation. Mais plusieurs facteurs contredisent une augmentation des prix d'une sévérité comparable. Côté offre, il n'y a ni blocage mondial de marchandises ni de porte-conteneurs. L'allongement des délais de livraison est moins marqué et mieux prévisible. D'ailleurs, la demande de biens recule, alors qu'elle avait explosé lors de la pandémie. Une situation qui devrait éroder le pouvoir de fixation des prix des entreprises. Actuellement, nous observons de près l'évolution des prix à l'importation et à la production.

Etats-Unis

Moral en hausse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,9%	2024 : 1,4%
2025 : 1,6%	2025 : 1,7%

L'économie américaine semble planer au-dessus de la mêlée et a signé une croissance étonnamment forte au 4^e trimestre 2023. Cela a induit un relèvement de nos prévisions 2024. A nouveau, les moteurs n'ont qu'une origine : consommation publique et des ménages sont quasiment les seuls piliers de la croissance, alors que l'investissement stagne. Depuis le changement de ton de la Fed en décembre 2023, les taux à long terme ont toutefois baissé, et le moral des entreprises américaines, notamment chez les acteurs de l'immobilier, a quelque peu rebondi. Celui des ménages s'est amélioré dans le sillage du repli de l'inflation et de marchés des actions florissants. Mais la corrélation avec la consommation réelle est généralement faible. En raison d'un marché du travail moins animé et de la disparition de l'épargne excédentaire, nous continuons de prévoir un repli de la consommation. Les débats se font plus constructifs entre Républicains et Démocrates sur la question du budget fédéral. Même si celui-ci n'est pas encore adopté, les chefs de la majorité des deux chambres du Congrès se sont au moins accordés sur un cadre de dépenses du même montant que l'année précédente. En l'état, le « shutdown » pourrait être évité et le frein budgétaire redouté pourrait se muer en facteur de croissance neutre pour les dépenses publiques en 2024.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,3%

Au 2^e semestre 2023, le déflateur de la consommation des produits de base (« Core PCE », hors alimentation et énergie) n'a gagné que 1,9% en valeur annualisée. Cette mesure de l'inflation scrutée de très près par la Fed s'est donc inscrite en deçà de son objectif de 2%. Nous estimons que l'évolution de l'inflation en 2024 permettra à la Fed de procéder à de premières baisses de taux à partir de juin, le risque inflationniste étant orienté à la hausse du fait de la forte consommation.

Zone euro

Timide début d'année

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Au lieu du léger repli attendu, l'économie en zone euro a stagné au 4^e trimestre 2023, d'après une première estimation. Elle a donc échappé à la récession technique. Mais la progression reste faible dans l'ensemble. Les résultats des enquêtes du début d'année ne traduisent pas encore de franche amélioration. Malgré un progrès, le PMI de l'industrie demeure nettement inférieur au seuil de croissance des 50 points. Par ailleurs, environ un tiers du rebond est imputable à l'allongement des délais de livraison, causé par les attaques sur les navires en mer Rouge. Il ne peut donc pas être considéré comme positif. Le PMI du secteur tertiaire a déçu les attentes en janvier, avec une accélération du repli de la marche actuelle des affaires. Le mois dernier, le moral des ménages s'est également dégradé, malgré une nouvelle légère hausse des salaires réels en zone euro. Dans cette région, le début d'année devrait donc s'apparenter à une lente reptation. Les dernières enquêtes auprès des banques n'indiquent plus qu'un très léger durcissement des conditions de crédit et pour les trois prochains mois, les banques n'attendent pas de nouveau repli de la demande hypothécaire ni du crédit aux entreprises. De premiers signes traduisent que la transmission des taux plus élevés via le canal de l'octroi de crédit a lentement atteint son pic. Des taux plus bas courant 2024 devraient avoir un effet apaisant.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,2%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

La BCE préfère attendre les données d'évolution des salaires au début de 2024 pour estimer l'inflation. Une enquête menée auprès de 70 entreprises et publiée fin janvier prévoit une croissance des salaires de 4,4% en 2024. Les données de janvier sur les salaires conventionnels paraîtront en février pour l'Italie et l'Espagne, et en mars pour l'Allemagne. L'indicateur basé sur les offres d'emploi sur Indeed sera sûrement disponible mi-février. Notre hypothèse est une première baisse de taux en avril.

Allemagne Climat mitigé

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,0%	2024 : 0,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

Selon les premières estimations, la récession technique a une fois de plus été évitée grâce à une révision à la hausse de la croissance, à 0%, au 3^e trimestre 2023. Au 4^e trimestre, la baisse s'est inscrite à 0,3%, et les enquêtes traduisent de la prudence en ce début d'année. Certes, tant le PMI et que l'indice ifo du climat des affaires signent un léger mieux – un repli moins rapide en réalité – dans l'industrie manufacturière. Les nouvelles commandes notamment ont un peu plus approché les 50 points. A l'inverse, la dégradation se poursuit dans le secteur tertiaire, en raison d'une évaluation négative de la situation actuelle (ifo) et d'une accélération du repli des commandes (PMI). En janvier, le relèvement de la TVA de 7% à 19% pour les restaurants pourrait être un facteur de cette baisse de confiance. Les prévisions d'une meilleure marche des affaires, selon le PMI, constituent une lueur d'espoir. En revanche, la situation et les estimations empiriques dans le secteur de la construction. Après un léger mieux en décembre, le moral des ménages recule en janvier. Même la perspective de revenus en amélioration et d'achats importants lors des douze prochains mois n'a pas fait long feu. *In globo*, nous voyons donc des risques de baisse pour nos prévisions de croissance (0%) pour le 1^{er} trimestre 2024.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,9%	2025 : 2,1%

Les données d'inflation en décembre 2023 et janvier 2024 (non parues à la clôture de la rédaction) sont faussées par des effets exceptionnels et uniques. Globalement, nous pensons qu'elle a continué de refluer. En décembre, les prix à la production ont baissé de 8,6% comparés à l'année précédente – une surprise – et les PMI du secteur manufacturier font état de prix encore en léger repli malgré la hausse mondiale des coûts du fret.

France Fin de la crise du pouvoir d'achat

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

Fin de la crise du pouvoir d'achat en vue en France ? Il y a de bonnes chances que les salaires réels des ménages français augmentent pour la première fois depuis 2021. Selon l'enquête mensuelle de l'INSEE, l'anticipation de cette évolution remonte le moral des ménages depuis quelque temps. En janvier, il affichait la valeur la plus élevée depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine. En particulier, de plus en plus de ménages ont indiqué qu'ils prévoyaient des achats importants lors des douze prochains mois. En effet, le nombre d'immatriculations était revenu à son niveau d'octobre 2020 dès décembre 2023. Outre le moral des ménages en hausse, la détente logistique après la pandémie peut avoir contribué à cette évolution. En plus de pouvoir dépenser davantage, les ménages ont également la possibilité d'épargner plus ou de se désendetter. Quelle option retiendront-ils ? La sécurité de l'emploi et la trajectoire des taux ont la réponse. Ces prochains mois, il faudra scruter si l'évolution des carnets de commandes pointe vers un rebond de la demande. C'est en tout cas la direction que prend le tertiaire d'après les chiffres de janvier. Le franchissement du creux conjoncturel en cours d'année est donc un scénario réaliste.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,7%	2025 : 1,9%

La prévision avancée de l'évolution des prix à la consommation en janvier paraîtra seulement après la clôture de la rédaction. Mais de l'avis général, elle devrait indiquer une baisse. Ces prochains mois, la hausse des prix des produits alimentaires va également diminuer. Au second semestre, l'inflation devrait à nouveau passer sous les 2%. A court terme, les prix de l'énergie constituent un risque haussier pour nos prévisions d'inflation de 2024 et 2025.

Italie

Un potentiel inexploité

L'économie italienne a livré une bonne surprise au 4^e trimestre. Au lieu de stagner, le PIB a progressé de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Mais d'après l'institut italien de la statistique, ce bon résultat est principalement le fruit de la hausse des exportations nettes, alors que la demande intérieure a reculé au 4^e trimestre. Les perspectives en 2024 et 2025 sont timides, mais positives. Comme ailleurs en Europe, les ménages italiens vont profiter de la légère hausse des salaires réels, et les derniers chiffres de l'emploi témoignent d'une nouvelle amélioration. Le climat de consommation s'est donc légèrement éclairci. Le secteur industriel continue de tourner au ralenti. Le marché du travail, notamment, recèle un potentiel de croissance inexploité si la confiance des entreprises s'améliore comme prévu en 2024 et 2025. Malgré une forte croissance de l'emploi ces trois dernières années, la participation au marché du travail en Italie chez les 15-64 ans n'est que de 65% au 3^e trimestre 2023, bien en deçà de la moyenne de 74% en zone euro (source : Banque mondiale).

Espagne

Sprint final étonnant

Au 4^e trimestre 2023, l'économie espagnole a progressé davantage que prévu, à 0,6%, ce qui explique notre relèvement de prévision de PIB pour 2024. Selon l'institut statistique national espagnol (INE), les dépenses publiques et la consommation privée ont porté la croissance. Des quatre grands pays de la zone euro, seule l'Espagne a profité d'une croissance des salaires réels dès juin 2023. De plus, des enquêtes montrent que les ménages espagnols, en comparaison historique, sont particulièrement enclins à effectuer des achats importants ces douze prochains mois. L'investissement a en revanche reculé au 4^e trimestre 2023. Cependant, les conditions de crédit ne se sont davantage durcies récemment en Espagne, et les investissements dans le cadre du programme « NextGenerationEU » pourraient quelque peu dévier le vent de face de la politique budgétaire en 2024. En janvier, l'inflation est passée de 3,3% à 3,4%. L'inflation sous-jacente a moins reculé que prévu (de 3,8% à 3,6%). Outre la suppression progressive des allègements fiscaux sur l'énergie, la hausse des pondérations des services pourrait expliquer l'augmentation surprise de l'inflation.

Suisse

La BNS détient les clés

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%
2025 : 0,9%	2025 : 1,6%

La croissance économique devrait continuer à être portée par la forte immigration nette. Les derniers chiffres du Secrétariat d'Etat aux migrations (SEM) indiquent que la population résidente permanente a franchi la barre des neuf millions de personnes au printemps. Notre prévision d'une croissance du PIB réel de 1% signifie donc que l'économie stagne si on la calcule par habitant. Les stimuli font défaut, abstraction faite de facteurs exceptionnels comme la forte activité touristique liée à la météo dans les stations de sport d'hiver ou les recettes des licences des associations sportives que sont le CIO et l'UEFA, respectivement pour l'organisation des JO et du Championnat d'Europe de football. A la différence de l'Europe voisine, la hausse des salaires réels courant 2024 va moins contribuer à l'augmentation de la demande domestique. Un regain de dynamique conjoncturelle devra donc passer soit par une hausse de la demande économique mondiale, soit par une plus grande disposition à l'investissement sur le marché intérieur. Des taux d'intérêt bas ou un franc moins fort (ou les deux à la fois) seraient alors nécessaires. Dans tous les cas, c'est la Banque nationale suisse (BNS) qui a les clés.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,7%	2024 : 1,5%
2025 : 0,9%	2025 : 1,2%

A l'heure où nous rédigeons cette analyse, les chiffres de l'indice suisse des prix à la consommation en janvier n'étaient pas disponibles. Selon nous, une série de prix fixés par l'administration et la hausse du taux de TVA devraient avoir contribué à ce que l'inflation ait temporairement franchi la barre des 2%. Cette trajectoire est d'autant plus probable que les données du mois de décembre avaient livré une surprise à la hausse. Cette augmentation était imputable à des prix plus élevés dans le secteur tertiaire. Par ailleurs, nous observons une nouvelle hausse des prix du carburant et du mazout.

Royaume-Uni

Inflation volatile

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,3%	2024 : 0,2%
2025 : 1,0%	2025 : 1,0%

La récente révision des chiffres du PIB britannique a quelque peu changé la donne. Au lieu d'une croissance de 0,6%, il progresse seulement de 0,3% sur l'année 2023. En soi, c'est un meilleur résultat que ce qui était redouté début 2023. En ce début d'année 2024, le tableau est contrasté pour l'économie britannique. Les PMI de janvier font état d'un marasme persistant dans l'industrie, un secteur où les entreprises rapportent une dégradation de la situation de la chaîne logistique pour la première fois depuis janvier 2023. Côté tertiaire, la progression se poursuit. D'après l'enquête de GfK, les ménages n'ont pas été aussi confiants en l'avenir depuis début 2022. Inflation plus faible et hausse des salaires réels en sont les facteurs clés. Mais tous les voyants ne sont pas au vert en matière de consommation. L'ampleur et le moment choisis par la Banque d'Angleterre pour de premières baisses de taux tant attendues sont plus incertains qu'ailleurs. En effet, l'inflation britannique reste forte et volatile. De plus, le marché du travail a connu un coup de froid au second semestre 2023. L'emploi a stagné et le nombre de postes vacants a reculé, avec un faible impact sur le taux de chômage jusqu'ici cependant. *In globo*, nous prévoyons, notamment au 1^{er} semestre 2024, une faible croissance puis, conséquence des premières baisses de taux, une accélération.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,7%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Nouvelle hausse surprise de l'inflation britannique en décembre (de 3,9% à 4,0%). L'inflation sous-jacente stagne à 5,1%, au lieu du recul prévu. Tandis que l'inflation des prix des marchandises a nettement reculé, celle des services affiche 6,4%. Certes, la très forte volatilité des prix dans le secteur du voyage y a contribué, mais les chiffres de décembre ont quelque peu perturbé les prévisions de baisses de taux de la Banque d'Angleterre.

Chine

Pression déflationniste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,5%	2024 : 4,6%
2025 : 4,4%	2025 : 4,3%

En 2023, la croissance chinoise progresse de 5,2%, conformément à nos prévisions et au-delà de l'objectif du gouvernement d'« environ 5% ». Cependant, les données sous-jacentes révèlent quelques faiblesses. Ainsi, les prix macroéconomiques subissent leur plus long repli depuis 1999. Le déflateur du PIB – à savoir la différence entre le PIB nominal et le PIB réel – se contracte pour le troisième trimestre de rang, signe que l'économie est sous pression déflationniste. Il y a deux raisons majeures à cela. Primo, la faiblesse persistante du secteur immobilier. Secundo, la morosité des ménages, déclenchée par le repli du marché résidentiel. Nous estimons que la fragilité du marché immobilier va continuer de peser sur l'économie cette année, car le gouvernement vise un nouveau recul de l'investissement afin d'y rétablir l'équilibre. Le volume de transactions devrait donc aussi être limité, car la confiance dans le secteur n'est pas simple à restaurer. Par conséquent, nous abaïssons notre prévision de PIB pour 2024 à 4,5%. A 4,4% pour 2025, elle est légèrement supérieure à celle du consensus, car nous pensons que si l'investissement immobilier va certes ralentir, la demande se sera stabilisée d'ici là, ce qui devrait avoir un effet positif sur le climat de confiance général.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,0%	2024 : 1,2%
2025 : 1,9%	2025 : 1,7%

L'an dernier, la Chine a souffert d'une pression déflationniste, pour diverses raisons. D'une part, une demande globalement faible, limitant le pouvoir de fixation des prix des entreprises. De l'autre, un fort repli du prix de la viande de porc et des prix des matières premières en baisse. Pour l'année qui vient, nous prévoyons une stabilisation des deux derniers facteurs cités, ce qui devrait ramener l'inflation en territoire positif.

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.