

Mars 2024

### A retenir

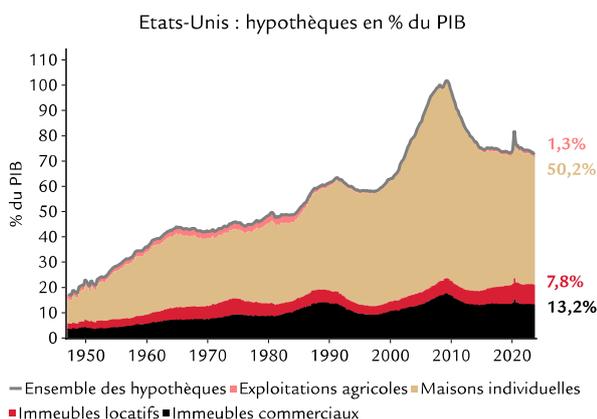
- La chute de l'immobilier commercial américain pèse sur les petites banques, sans risque de crise systémique
- L'Europe méridionale entame bien mieux l'année que les grands pays de l'UEM
- Chine : records de voyages dans le pays, mais la crise immobilière pèse sur la consommation

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 février 2024

### Graphique du mois



Dans les grands centres, les prix de l'immobilier commercial américain se sont effondrés. La hausse des taux et la sous-occupation des bureaux du fait du télétravail ont pesé de tout leur poids. Pour autant, ces arguments plaident en défaveur d'une réédition de la crise de 2008 : (1) les hypothèques pour l'immobilier commercial ne représentent que 18% du marché et leur part rapportée au PIB est stable depuis 2014 ; (2) le marché bien plus vaste de l'hypothèque résidentielle ne présente pas de signes de faiblesse ; (3) la Fed et les autorités de surveillance des banques sont conscientes du problème et interviendraient au moindre signe de tension systémique.

## Etats-Unis

### Pression sur les petites banques

#### Croissance du PIB

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

Les premières données semblent confirmer notre prévision d'un léger essoufflement du secteur tertiaire début 2024. Les ventes au détail signent une baisse surprise en janvier, et l'indice des directeurs d'achat du tertiaire a fléchi en février, alors qu'il était à un solide niveau. Nous maintenons notre prévision d'un certain affaiblissement de l'économie américaine en 2024, sans attendre de récession à proprement parler. La grande inconnue reste la crise de l'immobilier commercial et ses potentielles répercussions sur l'économie réelle. Selon la plupart des analystes, la correction devrait être plus marquée en raison des refinancements à venir et des contrats de location qui expirent. Tandis que nous jugeons faible le risque d'une crise systémique (voir Graphique du mois), l'accès au crédit pour les PME en particulier devrait être plus difficile. Les hypothèques commerciales sont surtout accordées par des banques régionales, dont la plupart vont sûrement s'affairer à la restructuration de ces produits en 2024. De nombreuses villes en font les frais, car leurs recettes fiscales dépendent parfois fortement de l'immobilier commercial. Le secteur de la construction devrait en revanche être épargné. La construction d'immeubles commerciaux ne représente que 0,4% du PIB, et l'essor dans les domaines des infrastructures et des bâtiments industriels devrait plus que compenser la faiblesse actuelle.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Forte hausse de l'IPC américain en janvier par rapport au mois précédent. Sa hausse dans les services (hors énergie et logement) a fait l'effet d'un choc. Cette composante devrait toutefois moins progresser dans l'inflation des dépenses de consommation (PCE) – le véritable objectif de la Fed – car les dépenses de santé y sont comptabilisées différemment. Nous estimons donc que des baisses de taux en 2024 restent réalistes.

## Zone euro

### Des données insuffisantes

#### Croissance du PIB

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

Dans l'optique d'une potentielle baisse des taux de la BCE, les données récentes présentent un tableau contrasté. L'activité économique reste faible, surtout dans l'industrie, et l'inflation globale approche l'objectif de 2%. Mais l'inflation sous-jacente et les prix des services restent obstinément élevés en janvier, même s'ils s'expliquent par des effets exceptionnels en Allemagne. En février, l'indice des directeurs d'achat dans le tertiaire a surpris en repassant le seuil des 50 points, après six mois en contraction. La solidité de la composante de l'emploi en est un des principaux facteurs, reflétant un marché du travail globalement robuste. C'est précisément qui inquiète la BCE au regard de l'évolution des salaires et qui a poussé de nombreux gouverneurs à souligner la nécessité d'attendre des données supplémentaires. Mais les chiffres sur les salaires ne sont toujours disponibles qu'avec un certain retard. Au 4<sup>e</sup> trimestre 2023, les salaires conventionnels signent +4,5% par rapport à 2022. La hausse est moins marquée qu'au 3<sup>e</sup> trimestre, mais reste trop rapide. Ce n'est qu'en mai que les salaires conventionnels du 1<sup>er</sup> trimestre 2024 seront connus. En attendant, les données salariales de différents pays (Allemagne, Espagne, Italie) ainsi que les rémunérations des offres publiées sur Indeed seront scrutées. De plus, les révisions de prévisions de la BCE en mars pourraient livrer des indices quant à la date d'une première baisse de taux. Actuellement, les prévisions de croissance de la BCE sont de 0,8% en 2024 et 1,5% en 2025, soit supérieures aux nôtres.

#### Inflation

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

La BCE estime l'inflation à 2,7% en 2024 et 2,1% en 2025 ; nos hypothèses sont inférieures. Abaisser la prévision d'inflation et de croissance ouvrirait la voie à une baisse de taux en avril, si l'inflation globale continue de reculer et que les données salariales vont dans le bon sens. Plusieurs gouverneurs de la BCE estiment toutefois plus élevé le risque d'une baisse prématurée que celui d'un assouplissement trop tardif.

## Allemagne

### La peur appelle l'épargne

#### Croissance du PIB

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

La crise de l'immobilier commercial américain fait également les gros titres de la presse allemande, car certaines banques du pays sont très fortement exposées à ce marché. Si des difficultés importantes ne sont pas à exclure pour certains établissements, les risques systémiques semblent maîtrisés. Notre scénario de référence écarte toute crise majeure de confiance aux Etats-Unis comme en Europe, où le marché de l'immobilier commercial est moins touché. En revanche, la crise se poursuit dans l'industrie allemande. Mauvaise surprise de l'indice des directeurs d'achat (PMI) en février : le recul de la production, des commandes et de l'emploi s'accélère. Nous révisons donc à la baisse de nos prévisions de croissance pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2024. Le secteur tertiaire livre des signaux un peu plus positifs : le recul y est moins marqué et la composante de l'emploi demeure solide. Le climat de consommation s'est amélioré à la marge en février, sur fond d'embellie des perspectives de revenus, qui ne se traduit toujours pas dans de plus fortes intentions d'achat. Manifestement, la conjoncture pousse à l'épargne par peur du lendemain. Dans le contexte d'une économie allemande en difficulté, la position très restrictive des deux gouvernements allemands de la BCE peut étonner.

#### Inflation

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

En janvier, l'inflation globale a diminué, de 3,7% à 2,9%, faisant un grand pas vers l'objectif de 2%. L'inflation sous-jacente fait de la résistance et passe de 3,5% à 3,4%. En comparaison mensuelle, les prix des biens essentiels reculent, mais ceux des services augmentent nettement en raison de la hausse de la TVA. L'inflation sous-jacente devrait rester supérieure à la globale jusqu'en fin d'année, mais baisser par moment à 2,1%.

## France

### Moins de vent contraire

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Difficile de décrire la situation de l'économie française actuellement. L'indice des directeurs d'achat (PMI) montre un ralentissement attendu de la baisse dans l'industrie et les services. Le fait que les entrées de commandes ne diminuent plus que légèrement dans l'industrie est réjouissant. La stagnation constatée au 2<sup>e</sup> semestre 2023 ne se traduit pas encore sur le marché du travail. En y ajoutant une nouvelle baisse attendue de l'inflation, tout cela pourrait ouvrir la voie à la fin de la crise du pouvoir d'achat et à la hausse de la consommation. Or, le repli du moral des ménages en février 2024 vient contredire cette prévision. Cela peut être lié au fait que la croissance des salaires pourrait être moindre qu'espérée cette année. D'après une enquête de Rexecode et du Laboratoire d'idées pour les PME-ETI, la hausse devrait être de 2,6%, après 3,4% l'an dernier. La politique budgétaire demeure l'inconnue : après un léger stimulus en 2023, Bercy a annoncé un plan d'économies, dont l'ampleur ne peut pas encore être estimée cette année. Dernier point et non des moindres, l'organisation des Jeux olympiques d'été complique l'analyse. L'événement va sûrement attirer des spectateurs français comme étrangers. L'ampleur de son effet net dépendra de la mesure dans laquelle la population et les entreprises seront restreintes dans leurs activités quotidiennes lors de l'olympiade estivale.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,9%

En janvier, le taux d'inflation a baissé pour atteindre 3,1%, sa plus faible valeur depuis janvier 2022. En février, il devrait déjà avoir glissé sous les 3%, selon nos estimations. Cette tendance va se poursuivre au fil de l'année : au 4<sup>e</sup> trimestre 2024, nous prévoyons un taux d'inflation inférieur à 2%.

## Italie

### Salaires réels en hausse

D'après les PMI, l'Italie a entamé 2024 de manière plus dynamique que les poids lourds de la zone euro, à savoir l'Allemagne et la France. Le PMI de l'industrie progresse encore et a tutoyé le seuil de croissance en janvier. Mais le secteur connaît des disparités : solide production des entreprises pharmaceutiques et chimiques contre stagnation pour les autres acteurs du secondaire. Les indicateurs avancés du secteur tertiaire ont meilleure allure. Le PMI renoue avec la croissance grâce à une plus forte production et des prévisions d'emploi et d'activité en amélioration. En 2024, la consommation devrait profiter de la hausse des salaires réels. Depuis novembre 2023, le taux d'inflation est inférieur à 1%, alors que le salaire horaire a progressé de 2,7% par rapport à novembre 2022. La croissance a même atteint 7,9%, une valeur qu'il est possible d'ignorer sans crainte, car les fonctionnaires ont reçu des versements uniques en décembre portant sur toute l'année 2024. Contrairement à l'Allemagne et à la France, il n'y a donc pas lieu de réviser à la baisse la prévision pour le PIB italien en 2024.

## Espagne

### L'électronique en vogue

En Espagne, le PMI agrégé progresse pour atteindre 51,5 points en janvier, à la faveur d'un rebond du secteur secondaire et d'un secteur tertiaire aux chiffres toujours satisfaisants. L'économie espagnole est donc bien plus dynamique que la moyenne de la zone euro (48,9). Parmi tous les pays de l'UEM, seule la Grèce affiche un PMI supérieur (54,7). En 2023, les fabricants d'ordinateurs, d'appareils électroniques et optiques ont connu une croissance particulièrement forte (27%), suivis des sociétés de réparations et d'installations de machines (10%) et des produits chimiques (8%). Les industries des boissons (-12%), de l'impression (-8%) et des produits pharmaceutiques (-7%) affichent le plus fort recul de production. Dans ce contexte, le repli de l'inflation sous-jacente en janvier (3,8% à 3,6%) est remarquable. L'inflation globale passe de 3,1% à 3,4%, en raison de la hausse des taxes sur l'énergie et d'une forte augmentation de prix des denrées alimentaires transformées. Début mars, l'Espagne sera le premier pays à publier les données des salaires pour février. L'attente est fébrile.

## Suisse

### Inflation étonnamment faible

#### Croissance du PIB

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

Comme à l'accoutumée, les chiffres du PIB suisse sont publiés après la clôture de la rédaction. Les données du 4<sup>e</sup> trimestre 2023 seront disponibles le 29 février. Une récente enquête de Bloomberg montre que le consensus prévoit une croissance modérée du PIB réel de 0,1% par rapport au trimestre précédent, une prévision identique à la nôtre. Sauf surprise de taille, la croissance du PIB réel devrait être de 0,7% pour 2023. L'économie suisse échappe donc à la récession technique. Les dernières analyses montrent toutefois que la conjoncture reste à la traîne, notamment dans le secteur secondaire. Le taux de chômage augmente légèrement depuis l'été 2023, notamment dans les cantons industriels de l'Arc jurassien. Après une moyenne de 2,0% l'an dernier, nous tablons sur un chômage moyen à 2,3% pour 2024. Nous maintenons notre prévision d'une reprise cyclique vers le milieu de l'année. Les coûts de financement plus avantageux grâce à la baisse des taux d'intérêt et la hausse des salaires réels dans l'Europe voisine devraient l'alimenter.

#### Inflation

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

Forte baisse surprise de l'inflation en janvier : là où nous attendions une hausse au-delà de 2%, elle est tombée à 1,3%. Ce repli a suscité des espoirs d'une baisse du taux directeur de la BNS dès le mois de mars. L'effet des hausses de loyers passées ne se reflète toutefois pas encore intégralement dans l'IPC. Par ailleurs, d'après les chiffres actuels, les loyers affichés continuent de croître et de nouvelles augmentations ne sont pas à exclure. Le relèvement du taux de TVA pourrait également ne se répercuter que de manière différée sur les consommateurs.

## Royaume-Uni

### Un début d'année de bon augure

#### Croissance du PIB

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

Les chiffres du PIB pour le 4<sup>e</sup> trimestre 2023 ont déçu et confirmé que le Royaume-Uni était en récession technique – deux trimestres consécutifs de repli du PIB – au 2<sup>e</sup> semestre 2023. Cependant, le début d'année livre des signes positifs et renforce nos prévisions prudemment optimistes d'un retour à une timide croissance en 2024. En février, le PMI des services a signé un troisième mois de rang en territoire de croissance (54,3), les carnets de commandes et l'emploi continuant de s'améliorer notamment. Surprise en janvier, où les ventes au détail ont fortement rebondi pour s'extirper des profondeurs. Selon les derniers chiffres, la récession technique n'a toujours pas entamé le marché du travail. Depuis mi 2023, le taux de chômage suit une trajectoire baissière et s'inscrit à nouveau sous les 4%. Entretemps, la croissance nominale des salaires d'environ 6% par rapport à l'année précédente reste étonnamment forte, et supérieure à l'inflation. La hausse des salaires réels devrait alimenter en 2024 un léger rebond d'une consommation jusqu'ici déprimée. Tout comme ses homologues du Vieux Continent, l'économie britannique souffre de son industrie, dont les chiffres de production et d'enquête ne sont pas au mieux.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,0%	2024 : 2,6%
2025 : 2,4%	2025 : 2,1%

Une fois n'est pas coutume, l'inflation britannique n'a pas livré de surprise en janvier, et reste étonnamment stable. L'inflation globale s'inscrit à 4,0% et la sous-jacente (hors énergie et alimentation) affiche toujours 5,1%. La forte croissance des salaires maintiendra élevée l'inflation des services (à forte intensité de main-d'œuvre), inscrite à 6,5% en janvier.

## Chine

### Les envies d'ailleurs grandissent

#### Croissance du PIB

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

La Chine a publié des chiffres impressionnants sur la période du Nouvel An lunaire. Les dépenses de consommation sont robustes, et les déplacements intérieurs ont surpris, avec 474 millions de trajets, soit 19% de plus qu'en 2019, avant le covid donc. Toutefois, les recettes touristiques par trajet restent inférieures d'environ 10% au niveau de l'époque. Certes, cela prouve que la population retrouve ses envies d'ailleurs, mais aussi qu'elle n'a pas encore retrouvé ses habitudes de dépenses et qu'elle craint d'effectuer des achats importants. Le nombre de vols en témoigne également : les vols intérieurs sont supérieurs de 20% au niveau de 2019, alors que les vols internationaux, plus chers, sont 20% moins nombreux. La raison de ce rebond à cloche-pied réside dans la faiblesse du secteur immobilier, qui pèse sur la consommation des ménages. Pékin a baissé de 25 pb le taux directeur pour les crédits à cinq ans, le mètre-étalon des taux hypothécaires. C'est la plus forte diminution enregistrée jusqu'ici et un signe que l'exécutif entend freiner la trajectoire baissière du marché immobilier. Néanmoins, les ventes ne seront pas redynamisées par la baisse des taux hypothécaires. Inscrits à un niveau historiquement bas, ce ne sont pas les responsables de la faiblesse du secteur. C'est bien une crise de confiance qui en est à l'origine.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,9%
2025 : 1,9%	2025 : 1,6%

L'inflation a été plus faible qu'attendu en janvier, s'inscrivant à -0,8%. Nous estimons que l'inflation chinoise reviendra en territoire positif en cours d'année, car le prix de la viande de porc, qui pèse lourdement sur l'inflation globale, devrait se stabiliser. L'inflation sous-jacente va rester faible, car les prix liés au marché immobilier devraient demeurer bas.

## 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](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, 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.