

Juin 2024

A retenir

- Etats-Unis : ralentissement conjoncturel et inflation plus réjouissante – les baisses de taux restent réalistes
- Europe : la croissance positive signe son retour au 1^{er} trimestre
- Chine : les droits de douane compliquent la transition de l'immobilier vers les produits high tech

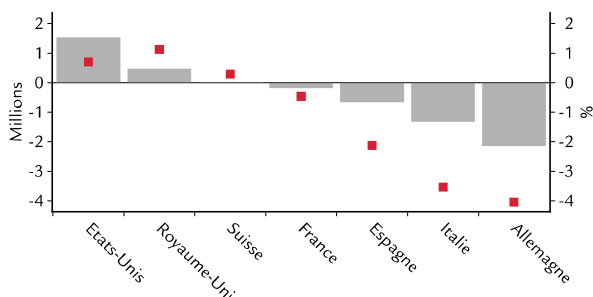
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 15 mai 2024

Graphique du mois

Evolution de la population en âge de travailler (15 à 64 ans) entre 2024 et 2027 (prévisions de l'ONU)



■ Nombre de personnes (en millions), à gauche
■ Variation en pourcentage, à droite

Sources : United Nations, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2027

D'après les prévisions des Nations Unies, la population active en zone euro devrait déjà diminuer dans les trois prochaines années, alors qu'elle pourrait légèrement augmenter au Royaume-Uni d'ici 2030 et aux Etats-Unis d'ici 2050. La croissance potentielle de l'UEM va donc également fléchir, à moins que les politiques favorisent de manière ciblée l'immigration de main-d'œuvre qualifiée. L'Espagne a par exemple élargi la disponibilité des permis de séjour de ce type dès 2023. En Allemagne, une nouvelle loi sur l'immigration est entrée en vigueur en mars. Toutefois, cela ne suffira pas à résoudre les défis démographiques qui s'annoncent.

Etats-Unis

Grande incertitude

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

Le moral sur les marchés financiers semble osciller entre craintes de récession, de stagflation et de surchauffe, et l'espoir d'un atterrissage en douceur. Une incertitude qui se reflète également dans les prévisions de croissance pour 2025, où l'écart entre la prévision la plus basse et la plus haute est nettement plus important pour les Etats-Unis que pour la zone euro (panel de Consensus Economics). La raison à cela réside dans les chiffres du PIB américain pour le 1^{er} trimestre, les récentes enquêtes et les derniers chiffres du marché du travail et des ventes au détail. Ils traduisent le ralentissement que nous attendions, mais aussi une hausse de l'inflation sur la période, qui a remis de plus en plus en question les baisses de taux de la Fed attendues. Mais en avril, les chiffres ont à nouveau été plus réjouissants. Selon nous, la pression inflationniste reculera suffisamment en raison du repli conjoncturel pour que la Fed assouplisse un peu sa politique monétaire rigide, tempérant ainsi les risques de récession. La grande inconnue reste l'issue du scrutin présidentiel. Mais les dernières annonces de Joe Biden (lourds droits de douane sur les voitures électriques, panneaux solaires, semi-conducteurs et métaux chinois) montrent – en matière de politique commerciale tout du moins – que les positions des deux candidats à la Maison Blanche ne sont pas si éloignées et que l'impact des élections sur l'économie américaine est peut-être surestimé par le public.

Inflation

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

L'inflation globale a reculé comme prévu en avril, à 3,4%, et la sous-jacente à 3,6%. Comme le mois précédent, coûts du logement et primes d'assurance auto ont été les principaux facteurs de l'inflation sous-jacente. Ils sont tous deux à la traîne du cycle économique, et seront peu considérés par la politique monétaire. L'inflation de tous les autres biens essentiels et services en avril revient en moyenne aux niveaux pré-covid, modérés.

Zone euro

Retour de la consommation

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} trimestre, l'économie de la zone euro a gagné 0,3% par rapport au précédent, dépassant la prévision du marché comme la nôtre. Cela explique le relèvement de notre projection de croissance pour 2024, soit un net rebond après la croissance négative du 2^e semestre 2023. La plus grande surprise à la hausse vient d'Espagne, avec une croissance trimestrielle de 0,7%, suivie de l'Allemagne qui signe +0,2%. Si les données détaillées pour l'UEM dans son ensemble ne sont pas encore disponibles, les chiffres des différents pays indiquent une contribution positive de la consommation des ménages au 1^{er} trimestre. Et il y a encore du potentiel. Les salaires réels en hausse devraient soutenir un nouveau rebond de la consommation en cours d'année. Le secteur manufacturier reste à la traîne du tertiaire. Selon les indices des directeurs d'achat (PMI) pour mai, cet écart tend toutefois à se réduire un peu. Tandis que le PMI du secteur des services est stable à un niveau élevé (53,3), celui du secondaire progresse (47,4), mais demeure inférieur au seuil de croissance de 50 points. Les sous-indicateurs avancés comme les nouvelles commandes traduisent toutefois une amélioration du contexte économique pour le secteur industriel.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,3%
2025 : 2,0%	2025 : 1,9%

L'inflation globale en avril est inchangée à 2,4%. Inscrite à 2,7%, l'inflation sous-jacente recule légèrement, mais reste supérieure aux prévisions du marché. Le renchérissement des services demeure tenace en avril, une tendance qui pourrait se maintenir en mai. Toutefois, ces données ne sont, selon nous, pas de nature à remettre en question la première baisse de taux de la BCE en juin.

Allemagne

Retour à la croissance positive

Croissance du PIB

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

En hausse de 0,2%, la croissance économique a livré une bonne surprise au 1^{er} trimestre – ce qui explique notre relèvement de prévision de croissance pour 2024. L'Allemagne connaît donc une stagnation depuis le 1^{er} trimestre 2022, et pourrait échapper à la récession technique. Dans le détail, le tableau est contrasté. La consommation privée recule à nouveau au 1^{er} trimestre. La bonne surprise est venue de la première hausse des exportations et des investissements depuis quatre trimestres. Les importations ont également progressé, ce qui est habituellement un signe positif de la demande intérieure. D'après les indicateurs plus récents, l'économie allemande va maintenant sortir de la stagnation. En mai, le PMI de l'industrie progresse encore – même s'il reste à un faible niveau – porté par les nouvelles commandes et la production. Le PMI des services continue de traduire la croissance du secteur. Tant le secondaire que le tertiaire affichent un contexte global plus favorable grâce à l'amélioration des nouvelles commandes à l'exportation. Un retour durable à la croissance potentielle ne sera toutefois possible – selon nous – que si la consommation privée reprend, ce que nous prévoyons pour le second semestre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,4%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

Les derniers chiffres des salaires indiquent que la pression salariale reste forte. D'après la Bundesbank, les salaires conventionnels ont progressé au 1^{er} trimestre de 6,2% par rapport à l'année précédente. Une grande partie de la hausse s'explique par des primes *a posteriori* de compensation de l'inflation. Sans elles, la hausse est de 3,0%. Les revendications des syndicats demeurent fortes, mais la pression salariale devrait progressivement refluer. Elle constitue toutefois – outre le risque d'un nouveau choc des prix de l'énergie si le conflit au Proche-Orient s'envenime – le principal risque à la hausse pour nos prévisions d'inflation.

France

L'obstacle olympique

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 0,8%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

Grâce à une généreuse relance budgétaire et un marché du travail solide, la demande intérieure française a bien résisté ces derniers trimestres, malgré la politique monétaire durcie. Au 1^{er} trimestre, la croissance du PIB a dépassé légèrement notre prévision, nous poussant à relever notre projection pour 2024. Cependant, les enquêtes auprès des entreprises traduisent un assombrissement des perspectives dans l'industrie. Les indicateurs avancés du PMI du secondaire publiés le 23 mai faisaient notamment état d'une diminution des commandes. Le lendemain, l'Insee faisait savoir que – selon ses relevés – la majorité des entreprises de l'industrie manufacturière prévoyaient un recul de la production au cours des prochains mois. Cette évolution, contraire à une tendance plus favorable dans le reste des nations occidentales industrialisées, tient probablement au fait que les entreprises anticipent une chute de la production durant la quinzaine olympique à Paris. A moyen terme toutefois, nous prévoyons un rebond conjoncturel cyclique pour l'Hexagone également. Il sera porté par une hausse des salaires réels, des conditions de financement plus favorables pour les entreprises et une politique d'octroi de crédit plus généreuse de la part des banques.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,8%

La fourchette des prévisions du taux d'inflation en 2024 se rétrécit. A ce jour, les 24 projections prises en compte par Consensus Economics varient entre 2,2% et 2,9%. En janvier, cette marge de variation était comprise entre 1,8% et 3,3%. Notre prévision de 2,3% est donc dans la fourchette basse. Pour le reste de l'année, nous tablons sur un taux d'inflation inférieur à 2% au 4^e trimestre 2024. Comme pour la perspective de croissance à court terme, des risques pèsent sur les prévisions des prix de services en raison des Jeux olympiques.

Italie

Repli des prix de l'énergie

Au 1^{er} trimestre, l'économie italienne a progressé de 0,3% par rapport au trimestre précédent, dépassant ainsi la prévision du consensus (0,1%) et la nôtre (0,2%). Nous avons donc relevé de 0,7% à 0,8% notre projection de croissance du BIP pour 2024. Les données détaillées étaient toutefois contrastées. L'institut statistique national enregistre notamment un repli de la demande intérieure, alors que les exportations nettes ont porté la croissance. A la lecture de l'indice des directeurs d'achat PMI dans l'industrie, le 2^e trimestre a mal démarré. En avril, il retombe sous le seuil de croissance des 50 points, notamment car une majorité relative des entreprises font état de recul des commandes. Le tertiaire s'en sort mieux. Même si le PMI affiche une dynamique moins prononcée pour les nouvelles affaires, la croissance globale du secteur est solide à en croire l'indicateur. L'inflation évolue actuellement sous les 1%. La baisse continue des prix du gaz et de l'électricité a notamment contribué à cette bonne nouvelle. Le budget des ménages respire et la consommation devrait retrouver de l'allant ces prochains trimestres.

Espagne

Au-dessus de la mêlée

L'économie espagnole a connu une solide croissance au 1^{er} trimestre 2024. Par rapport au trimestre précédent, le PIB réel a progressé de 0,7% – surpassant nettement les attentes du marché et les nôtres. Ce qui explique notre relèvement de la prévision de croissance du PIB pour 2024 à 2,0%. Toujours au 1^{er} trimestre, les facteurs clés de la croissance étaient la consommation des ménages et les exportations nettes. Ces dernières traduisent le dynamisme de l'activité d'importation comme d'exportation. Côté production, la croissance de l'industrie manufacturière, du secteur de la construction et de celui des services a progressé dans la même mesure. Le tertiaire continue de profiter du net rebond du tourisme. Les PMI d'avril indiquent une dynamique conjoncturelle forte et durable au 2^e trimestre également. Dans le tertiaire comme dans l'industrie, les PMI demeurent confortablement installés au-dessus du seuil de croissance des 50 points.

Suisse

La BNS a-t-elle brisé le code ?

Croissance du PIB

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

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publie désormais une estimation flash du PIB du côté de la production. Elle paraît environ deux semaines avant l'estimation complète et officielle des données du trimestre précédent. Selon cette estimation, le PIB suisse réel et ajusté des événements sportifs devrait avoir gagné 0,2% au 1^{er} trimestre, ce qui est conforme à notre hypothèse. Nous ne modifions donc pas la prévision de croissance dans notre scénario de référence. Le secteur des services a porté la conjoncture, alors que l'industrie est toujours à la peine. Les enquêtes auprès des entreprises, qui dressent déjà le tableau du second trimestre, ne traduisent aucune variation dans cette tendance générale. Un constat particulièrement vrai pour les valeurs des PMI – celui de l'industrie pour le mois d'avril étant à son plus bas niveau depuis octobre 2023. En anticipant – à la surprise générale – sa baisse de taux en mars, la BNS pourrait bien avoir trouvé la clé de l'essor cyclique. Des conditions de financement plus favorables et surtout une valeur extérieure réelle du franc suisse inférieure de 6% par rapport au début de l'année devraient favoriser l'activité d'exportation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,3%
2025 : 0,7%	2025 : 1,1%

La tendance à la hausse des prix à l'importation est le revers de la récente dépréciation du franc suisse. Côté consommation, ces prix ont augmenté de 1,1% en avril. En comparaison annuelle, ils restent inférieurs de 0,4%. La dépréciation du franc s'est poursuivie en mai, les produits importés devraient donc s'être renchérissés un peu plus. Les baisses de taux attendues côté BCE ne devraient pour l'heure pas entraîner de dépréciation supplémentaire. Nous ne modifions donc qu'à la marge notre prévision.

Royaume-Uni

L'été aux urnes

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%

Le suspense a pris fin : le Premier ministre britannique Rishi Sunak a annoncé des élections législatives anticipées pour le 4 juillet 2024, un scrutin qui était initialement prévu à l'automne. Un rendez-vous anticipé étonnant, car les Tories de Rishi Sunak sont actuellement loin derrière le parti rival du Labour dans les sondages. Lors des élections locales début mai, les conservateurs ont déjà perdu un nombre important de sièges. Le Premier ministre n'a que quelques semaines devant lui pour renverser la vapeur. L'amélioration de la conjoncture est une possible lueur d'espoir. Les données de croissance du PIB au 1^{er} trimestre indiquent un retour en territoire positif. Sur la période, l'économie britannique a gagné 0,2% par rapport à l'année précédente, surpassant nos prévisions. La consommation privée se remet doucement et a porté la croissance. Côté production, l'industrie et les services ont connu une solide progression, tandis que le secteur de la construction continue de faiblir. Nous pensons que la consommation privée va poursuivre son rebond grâce aux salaires réels en hausse, et prévoyons désormais une croissance du PIB britannique de 0,8% pour 2024.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

Forte baisse de l'inflation, à 2,3% en avril contre 3,2% en mars. Un repli moins marqué que prévu toutefois. Alors que les prix de l'énergie restent le facteur principal de cette baisse, l'inflation des prix des services est tenace. Inscrite à 3,9%, l'inflation sous-jacente reste nettement inférieure à l'inflation globale. Une première baisse de taux de la Banque d'Angleterre en juin n'est donc plus d'actualité. Avec la pression inflationniste accrue, il y a peu de chance qu'elle intervienne avant les élections.

Chine

Plus de droits de douane

Croissance du PIB

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

En avril, les indicateurs économiques chinois confirment que le marché immobilier reste la problématique majeure de la seconde économie mondiale. Les investissements immobiliers reculent de plus de 10% par rapport à l'an dernier, alors que les prix enregistrent leur plus fort repli depuis 2015. L'exécutif a de nouveau déployé des mesures de relance pour ralentir la trajectoire de repli. Une action positive, signe que Pékin observe de près la situation et veut éviter un effondrement plus marqué. Néanmoins, les mesures sont trop limitées pour inverser la tendance. Sur fond de marché immobilier au ralenti, la Chine a fait de la fabrication de produits de haute technologie une priorité et veut être la force motrice des secteurs comme les véhicules électriques et l'énergie durable. L'objectif sera très difficile à atteindre en raison des nouveaux droits de douane américains sur les véhicules électriques, les semi-conducteurs, les batteries lithium-ion et les cellules photovoltaïques. L'exportation de ces produits vers les Etats-Unis ne représente que 0,1% du PIB chinois pour l'heure, de sorte que les effets immédiats des tarifs douaniers sur l'économie seront limités. A moyen terme toutefois, la transition de l'immobilier vers les produits high tech sera fortement entravée, car la Chine sera coupée du plus grand marché de consommation au monde : les Etats-Unis.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,8%	2025 : 1,5%

Considérant la faible demande, le pouvoir de fixation des prix des entreprises est mince. En avril, l'inflation des prix à la production signe un repli de 2,5% par rapport à l'année précédente, et ceux à la consommation augmentent de seulement 0,3%. Tant que les difficultés du marché immobilier perturberont le tableau, nous prévoyons des taux d'inflation certes positifs, mais timides.

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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2023

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.