

Septembre 2024

A retenir

Etats-Unis : les chiffres de l'emploi devraient raviver les craintes de récession ces prochains mois

Europe : l'industrie fléchit sur fond de problèmes cycliques et pour partie structurels

Chine : le soutien des pouvoirs publics au secteur immobilier en difficulté restera limité

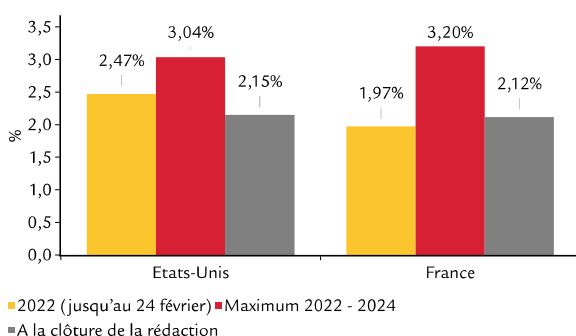
Prévisions comparées

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

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

Graphique du mois

Prévisions d'inflation issues du marché
Point mort d'inflation moyen des 10 prochaines années



Sources: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 27.08.2024

L'objectif du durcissement de politique monétaire des banques centrales à partir du printemps 2022 était double : juguler la pression inflationniste immédiate et ancrer les prévisions d'inflation à long terme. Ces dernières se reflètent dans les prix de marché dans les pays débiteurs d'obligations indexées sur l'inflation. Juste avant l'offensive russe en Ukraine, le point mort d'inflation pour les dix prochaines années était proche de l'objectif d'inflation de la Fed et de la Banque de France (sur mandat de la BCE). Après une forte hausse, les prévisions d'inflation se sont entre-temps normalisées.

Etats-Unis

Le débat sur la récession vit

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,5%
2025 : 1,6%	2025 : 1,7%

Les mauvais chiffres de l'emploi américain ont déclenché début août de vives craintes de récession, entraînant une brève vague de vente sur les marchés (voir notre « Flash Comment » du 8 août). L'inquiétude s'est apaisée depuis, notamment sur fond de données économiques favorables. En juillet, les ventes au détail ont mieux progressé que prévu, et le PMI S&P Global des services s'est inscrit nettement en territoire positif en août, pour le troisième mois de rang. Toutefois, nous estimons que les craintes de récession vont connaître quelques accès périodiques. Le ralentissement attendu de l'économie américaine s'est produit, et nous prévoyons une nouvelle hausse du taux de chômage. De 4,3% aujourd'hui, il devrait atteindre 4,7% fin 2025, soit une ampleur que n'attend ni la Fed (4,1% fin 2025) ni le consensus (4,2% en moyenne annuelle 2025). La croissance plus faible de la consommation pousse les entreprises à privilégier l'efficacité. Elles embauchent moins et les prestataires signalent dans le PMI d'août, malgré une bonne situation, un emploi en repli. Les enquêtes révèlent que les ménages sont de plus en plus inquiets de l'état du marché de l'emploi. En vue de contrer le risque d'une spirale négative qui pourrait effectivement se muer en récession, le président de la Fed a ouvert la porte à une première baisse de taux en septembre.

Inflation

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

En juillet, les chiffres de l'inflation ont montré que le fort repli des deux mois précédents était une valeur aberrante. Coûts du logement et primes d'assurance auto sont remontés, deux éléments qui devraient connaître une nette détente au plus tard en 2025. L'inflation de services cycliques traduit une faible dynamique, ce qui devrait donner le feu vert à la Fed pour normaliser sa politique monétaire.

Zone euro

L'industrie fléchit

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,7%	2024 : 0,8%
2025 : 1,0%	2025 : 1,3%

La production industrielle dans la zone euro demeure inférieure à son niveau pré-covid. Les données des enquêtes font aussi état d'une morosité ambiante dans l'industrie, p. ex. à travers de PMI faibles. Cette faiblesse persistante est imputable à des facteurs cycliques d'une part. Les entreprises continuent de s'affairer à écouler les stocks excessifs accumulés pendant le boom de la demande qui a suivi la pandémie. A cela vient s'ajouter la faible demande des consommateurs chinois, particulièrement sensible pour l'Allemagne. En outre, le rebond des dépenses de consommation reste timide et pèse également sur la demande intérieure de production industrielle. Enfin, les taux élevés viennent alourdir les dépenses et les investissements. Nous estimons que ces difficultés cycliques vont se résorber dans un futur proche et alimenter au moins une stabilisation de la production industrielle dans la zone euro. Cependant, au vu de la faiblesse persistante du secondaire, la question de difficultés structurelles du secteur se pose. A l'instar du reste de l'économie, il est concerné par le vieillissement de la population active. Au sein du secteur, on assiste également à un report vers des produits hautement spécialisés. Selon nous, cette évolution devrait en premier lieu réduire le volume, mais pas la création de valeur.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,4%
2025 : 2,1%	2025 : 2,0%

Légère hausse de l'inflation globale en zone euro en juillet, passant de 2,5% à 2,6%. L'inflation sous-jacente reste inchangée à 2,9%. L'inflation de nombreux produits du panier de base a reculé, ce qui n'est pas le cas de l'habillement. En Italie, les prix de cet élément ont moins baissé qu'habituellement en juillet.

Allemagne Touchée, mais pas coulée

Croissance du PIB

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

Indubitablement, l'industrie allemande est en proie à divers défis. Pendant la pandémie, la production a été limitée par les difficultés logistiques et la pénurie de personnel ; aujourd'hui, la faible demande joue un rôle bien plus incapacitant. Les entreprises jugent notamment les carnets de commandes à l'export insuffisamment remplis. Les inconvénients liés à la localisation comme le coût du travail et les impôts professionnels existent depuis longtemps. Toujours nettement supérieurs à ceux proposés aux Etats-Unis, les prix de l'énergie compliquent la concurrence depuis 2021. Bientôt, un vieillissement de la population active plus rapide qu'ailleurs déploiera pleinement ses effets. Selon nous, trois raisons étayent notre prévision de stabilisation de la production industrielle d'ordre cyclique. Primo, la production des secteurs gourmands en énergie repart à la hausse. Secundo, les permis de construire semblent rebondir et le secteur de la construction devrait être le premier à profiter de la baisse des taux. Tertio, la normalisation des stocks reste à l'origine d'une partie de la faible production. Toutefois, elle devrait bientôt prendre fin. Sur plan structurel, nous considérons comme trop pessimistes les mises en garde liées à la désindustrialisation. Certes, l'emploi manufacturier continue de reculer et le volume produit diminue depuis 2017, mais la création de valeur brute reste étonnamment constante. Ainsi, la quantité de biens produite est moindre, mais ceux-ci sont de meilleure qualité, comme en témoigne la progression de l'emploi dans les secteurs correspondants.

Inflation

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

Comme prévu, l'inflation a légèrement progressé en juillet, passant de 2,2% à 2,3%. Nous estimons toutefois qu'en août, arrondie vers le bas, elle coïncidera avec l'objectif de 2% de la banque centrale. L'inflation côté services demeure en revanche tenace. L'inflation sous-jacente ne devrait donc pas revenir à 2% avant 2025.

France Des records à perte de vue

Croissance du PIB

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

L'espace d'une olympiade, la France a vécu un conte de fée. Les Jeux olympiques ont été une parfaite mise en scène de la créativité française. Même l'eau de la Seine était suffisamment propre pour que les athlètes s'y défient. Les analystes économiques et politiques en revanche évoluent dans des eaux bien plus troubles, en quête d'orientation. On ignore toujours quel camp représentera le ou la future locataire de Matignon que doit désigner Emmanuel Macron. Sans surprise, l'indice de l'incertitude économique en France mesuré par un groupe de recherche américain a fortement augmenté en juillet. La grand-messe sportive donne une lecture déformée des indicateurs économiques classiques. Le PMI de l'industrie a chuté en août, également en raison de forte baisse des commandes domestiques. Le même mois, le même indicateur, mais pour les services, a atteint son plus haut depuis mai 2022. Conséquence, la différence entre les deux secteurs n'a jamais été aussi marquée. De nouveaux records ont été battus dans les stades, mais aussi du côté des données conjoncturelles. L'Insee estime à 0,3% l'effet net des Jeux olympiques d'été sur la croissance du PIB lors du trimestre en cours. La croissance économique devrait également connaître des effets bénéfiques ces prochains trimestres, en provenance de la construction et de la consommation des ménages. La baisse des coûts de financement et la hausse des salaires réels sont à l'origine de cette tendance.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,3%
2025 : 1,4%	2025 : 1,8%

Les prévisions d'inflation des investisseurs (voir page 1) et des consommateurs sont à nouveau bien ancrées. D'après une enquête de la BCE, les ménages français anticipent un renchérissement moyen de 2,0% ces trois prochaines années. A court terme, il sera inférieur : nous prévoyons pour août une baisse sous les 2%, une première depuis trois ans.

Italie

Exportations record aux US

Impossible pour l'Italie d'échapper aux affres que subit l'industrie européenne. En termes nominaux, les exportations à long terme vers les principaux partenaires (Allemagne et France) reculent depuis début 2023. Heureusement, l'envol des exportations vers les Etats-Unis en a amorti une partie. En 2011, elles s'établissaient à près de 23 milliards d'euros, presque autant que vers la Suisse. Depuis, ces dernières n'ont que peu augmenté, alors que vers les Etats-Unis, elles ont triplé pour atteindre 68 milliards d'euros. Le podium des débouchés est donc composé de l'Allemagne, des Etats-Unis et de la France. Machines et produits pharmaceutiques en sont les principaux facteurs. Faible dépendance vis-à-vis de la Chine et orientation croissante vers le marché américain sont fondamentalement positives. Toutefois, avec le ralentissement cyclique attendu outre-Atlantique ces prochains mois, cela pourrait peser sur la performance de l'industrie italienne et accroître l'exposition de son économie aux potentiels droits de douane si Donald Trump revenait au pouvoir.

Espagne

Crise de l'huile d'olive

Actuellement, l'Espagne affiche un des taux d'inflation les plus élevés de la zone euro. Toutefois, l'inflation globale est de 2,8% en juillet, nettement inférieure à la valeur de juin (3,4%). Les prix alimentaires ont particulièrement marqué la dynamique des derniers mois, et un ingrédient se distingue : l'huile d'olive. Le poids de l'or vert dans l'indice espagnol des prix à la consommation est supérieur à la moyenne européenne, d'où la plus lourde répercussion de la hausse de prix. En mars, les prix de l'huile d'olive ont atteint leur sommet avec une hausse de 70% par rapport à l'année précédente, imputable à des prévisions de récoltes médiocres. Depuis le début de l'année, le gouvernement a fortement réduit la TVA sur ce produit de base pour contrer l'envolée des prix. Des précipitations satisfaisantes en mars et en avril ont quelque peu détendu la situation et fait baisser les prix depuis mai. En juillet, l'inflation de l'huile d'olive était encore de 38,3% par rapport à l'année précédente. Le prix de cet ingrédient essentiel devrait rester volatil jusqu'à ce que le volume de récolte soit connu à l'automne.

Suisse

Recul de l'inflation

Croissance du PIB

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

Les données quant à la conjoncture économique suisse restent difficiles à interpréter. Désormais, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publie une première estimation de croissance du PIB 45 jours après la fin du trimestre. Au 2^e trimestre, cette valeur s'est avérée plus solide que ce que laissaient augurer les données. De plus, le PIB flash indique une accélération de la dynamique économique par rapport au 1^{er} trimestre 2024. Ces données ont cela d'étonnant que l'industrie a fortement contribué à une croissance supérieure à la moyenne. Les enquêtes auprès des entreprises du secteur brossent toujours un tableau moins réjouissant. Le PMI industriel en particulier recule sans cesse depuis janvier 2023, et demeure inférieur au seuil des 50 points qui marquerait une hausse par rapport au mois précédent.

La normalisation de la politique monétaire en Europe et aux Etats-Unis devrait favoriser les affaires des exportateurs au cours des prochains trimestres. La détente de la crise du pouvoir d'achat devrait également avoir des effets positifs. Selon les récentes enquêtes en Suisse et ailleurs en Europe, les ménages estiment que le moment est de plus en plus favorable pour procéder à des achats importants.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,3%
2025 : 0,5%	2025 : 1,1%

Notre prévision d'inflation pour l'année qui vient est nettement inférieure à celle du consensus. Un constat qui tient pour partie à une hypothèse de croissance du PIB plus prudente. La pression sur les prix va refluer en 2025, car les loyers existants ne seront pas relevés et les prix de l'électricité vont baisser un peu partout. La nette appréciation du franc suisse ces dernières semaines se traduit en outre rapidement par une baisse des prix à l'importation.

Royaume-Uni

Mieux que prévu

Croissance du PIB

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

L'économie britannique continue d'afficher sa vaillance. Après la bonne surprise du premier trimestre, les chiffres du PIB dépassent également les attentes au deuxième (+0,6% d'un trimestre à l'autre). En revanche, dans le détail, la situation est moins encourageante. La dépense publique a été le principal relais de croissance côté demande, alors que les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises sont restés en retrait des attentes. Nous percevons toutefois des signaux positifs pour la consommation privée : les revenus réels continuent d'augmenter et le moral de s'améliorer. De plus, les ventes au détail ont rebondi après un net recul en juin. La confiance fait également un retour remarqué dans l'industrie et les services. Les PMI avancés d'août livrent toujours de solides perspectives pour le secteur privé, grâce notamment au fort décollage des nouvelles commandes. Les solides conditions de la demande contribuent à une plus forte hausse des embauches, ce qui se traduit également dans les chiffres du chômage. En juin, il a surpris en passant de 4,4% à 4,2%. Toutefois, ici aussi, la dynamique à l'œuvre est moins reluisante. La majorité de cette croissance de l'emploi concerne des postes à temps partiel ou à durée déterminée.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,6%
2025 : 2,1%	2025 : 2,3%

L'inflation globale a moins augmenté que prévu en juillet, à 2,2%. La hausse du taux annuel par rapport à juin était attendue en raison de la disparition des effets de base des prix de l'énergie. Pour une fois, l'inflation des services a été encourageante, avec une hausse moins forte que prévu. Mais depuis des mois, elle est tenace.

Chine

Un soutien toujours limité

Croissance du PIB

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

Après un 2^e trimestre à la croissance inférieure aux attentes, les premiers indicateurs du troisième ne laissent pas entrevoir d'amélioration. Le marché immobilier en particulier recule depuis un moment par rapport à l'an dernier, que ce soit du point de vue des ventes, des prix ou de l'investissement. Le gouvernement renonce toutefois à un soutien plus important qui relancerait l'économie. Pourquoi ? Car Pékin entend abandonner les anciens relais de croissance et cherche à ralentir davantage l'activité de l'investissement tout en orientant les ressources vers la production de nouvelles technologies énergétiques et de pointe. De plus, la tendance baissière du marché immobilier est probablement conforme aux plans de Pékin. Les ventes restent certes à un très faible niveau, mais n'ont baissé qu'à la marge cette année. Mais la prudence est de mise. Primo, les perspectives de revenus sont incertaines, car la situation sur le front de l'emploi est morose. L'environnement n'est pas propice à l'investissement dans un logement. Secundo, le repli des prix est modéré si on le compare à l'effondrement de la demande. Les prix des nouvelles constructions n'ont baissé que de 8% environ, alors que les ventes de maisons ont reculé de plus de 50% par rapport à la mi 2021. L'anticipation de nouvelles baisses de prix incitera les acheteurs à attendre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,5%
2025 : 1,8%	2025 : 1,3%

L'inflation globale a atteint 0,5% en juillet, contre 0,2% en juin. Le principal moteur de cette hausse est l'augmentation du prix de la viande de porc, qui a permis d'empêcher un retour en territoire déflationniste cette année. Toutefois, la faible inflation sous-jacente de 0,4% (0,6% en juin) révèle une demande toujours à la peine.

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 le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité 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, F-75001 Paris à ses 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, Hochstrasse 53, D-60313 Francfort-sur-le-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 Street, 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 en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milan. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K, 1265 Frederiksgade.