

Février 2020

A retenir

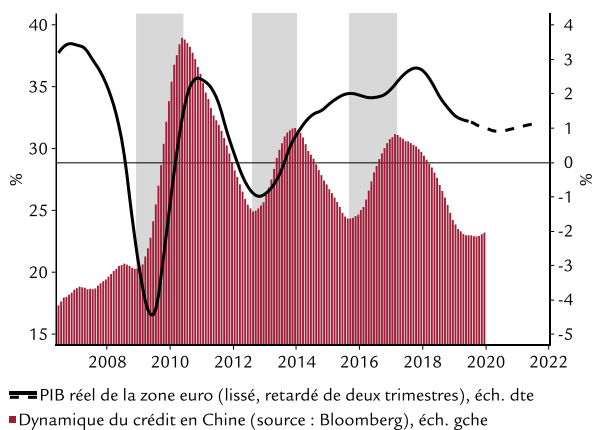
- Il est encore trop tôt pour évaluer l'ampleur des conséquences du coronavirus sur l'économie.
- L'inflation totale de la zone euro n'enregistre qu'une légère hausse.
- Signes timides d'amélioration des dynamiques sous-jacentes dans les secteurs manufacturiers suisses.

Prévisions comparées

	PIB 2020		PIB 2021		Inflation 2020		Inflation 2021	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	1,7%	1,9% ↑	1,8%	1,9%	2,2% ↑	2,1% ↑	2,1%	2,1%
Zone euro	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3% ↑	1,4% ↑	1,4%
Allemagne	0,6%	0,9%	1,1%	1,0%	1,2% ↓	1,5% ↑	1,4%	1,5%
France	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%	1,4% ↑	1,2%	1,4%	1,3%
Royaume-Uni	1,1% ↓	1,1%	1,3%	1,4%	1,5% ↓	1,7% ↓	1,8% ↓	1,9%
Suisse	1,3%	1,3% ↑	1,2%	1,3%	0,1% ↑	0,3%	0,6%	0,7%
Japon	0,3%	0,4% ↑	0,6%	0,8%	0,6% ↑	0,6%	0,3%	0,6%
Chine	5,9% ↑	5,9% ↑	5,6%	5,7%	3,4% ↓	3,1% ↑	2,0%	2,2%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 13.01.2020

Graphique du mois



Le vaste programme de relance économique de la Chine avait pu faire repartir la croissance de la zone euro trois fois depuis la crise financière, en 2008. La plus grande économie d'Europe avait tout particulièrement profité de la demande chinoise croissante de voitures et de machines-outils allemandes. Les décideurs chinois préfèrent aujourd'hui la qualité de la croissance à sa quantité et ils sont prêts à tolérer un ralentissement graduel de l'économie, ce qui laisse à penser que, contrairement aux cycles baissiers précédents, l'activité de la zone euro ne profitera pas d'une forte accélération du crédit chinois cette année.

Etats-Unis

Les malheurs de Boeing

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,7%	2020 : 1,9%
2021 : 1,8%	2021 : 1,9%

L'activité a terminé 2019 en demi-teinte. Quoique solides en décembre, les ventes de détail devraient accuser un ralentissement trimestriel en raison de la faiblesse des mois précédents. La production industrielle a baissé au quatrième trimestre, tandis que les stocks des entreprises reculaient. A l'inverse, les mises en chantier de logements reflètent l'amélioration de l'immobilier résidentiel et les conditions météorologiques favorables. Si les statistiques d'activité annoncent une croissance ralentie au quatrième trimestre, un recul des importations (qui auront sans doute chuté en vue d'un accord commercial incitant les entreprises à reporter ces achats à 2020) en atténuerait l'effet. Les perspectives de croissance du premier trimestre restent donc timides, notamment à cause de l'arrêt de la production du Boeing 737 MAX en janvier. En 2019, les problèmes de l'avionneur, qui en produisait encore 42 unités en moyenne chaque mois, n'avaient affecté que la composition du PIB. Nombre d'appareils n'étant pas livrés, l'investissement des entreprises dans les avions a chuté mais les stocks ont augmenté, d'où un effet neutre sur le PIB. L'arrêt de la production privera la croissance du PIB (non annualisée) d'environ 20 points de base au premier trimestre, sans effet sur le marché du travail puisque Boeing n'a pas licencié. Boeing prévoit une reprise de la production ce semestre, sans certitude.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,2%	2020 : 2,1%
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%

L'inflation totale de décembre a encore légèrement dépassé nos attentes. Tirée par les effets de base de l'énergie, elle devrait plafonner autour de 2,5% en janvier-février avant de retomber. La pression inflationniste intérieure semble contenue au vu de la stabilisation de la hausse des salaires et nous pensons donc que l'inflation sous-jacente restera comprise entre 2% et 2,3% toute l'année 2020.

Zone euro

Marge de manœuvre budgétaire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 1,0%
2021 : 1,1%	2021 : 1,2%

Les données publiées depuis début 2020 le confirment : la situation de l'industrie européenne s'est stabilisée. L'indice Markit des directeurs d'achats dénote une remontée des commandes aux entreprises manufacturières. La demande extérieure s'améliore grâce à un risque actuellement maîtrisé d'escalade du conflit commercial sino-américain. Après une période de faiblesse au quatrième trimestre de 2019, nous prévoyons que le rythme de croissance trimestriel se rétablira à 0,25% au cours des trois premiers mois de cette année. Nous sommes un peu en deçà du consensus pour 2020 et 2021, les répercussions des faiblesses antérieures des secteurs manufacturiers exportateurs devant peser sur les activités de services plus axées sur le marché domestique. Sachant que l'impulsion venue des marchés émergents sera sans doute moindre que lors des phases de reprise précédentes de 2009, 2013 et 2016, l'Europe doit encourager sa demande intérieure. Elle dispose selon nous d'une vaste marge de manœuvre budgétaire grâce aux taux bas créés par la politique monétaire des dix dernières années. Après la dynamique positive précoce de la France en 2019, le FMI prévoit une impulsion budgétaire positive pour des pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique ou l'Autriche en 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,3%
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%

Les dynamiques de croissance des deux dernières années n'ont pas suffi à alimenter une accélération de l'inflation. Seuls sept Etats membres, qui ne représentent que 11% du PIB de la zone euro, affichent aujourd'hui une inflation supérieure ou égale à 1,8%. Même si les poids lourds allemand et français les rejoignent au premier trimestre, ce sera temporaire. La croissance des salaires a récemment amorcé un ralentissement.

Allemagne

Après la pluie... le brouillard

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 0,9%
2021 : 1,1%	2021 : 1,0%

D'après l'office fédéral de la statistique, le PIB a crû de seulement 0,6% en 2019, au plus bas depuis 2013. Les estimations du quatrième trimestre ne seront publiées que mi-février. D'ici là, la première estimation de croissance annuelle et les chiffres de l'industrie allemande pour novembre confirment notre prudence. Si la hausse de 1,1% de novembre marque une stabilisation par rapport à octobre, une nouvelle baisse inattendue de 1,3% des commandes industrielles a éteint les espoirs d'une reprise rapide. De même, les exportations de novembre furent inférieures aux attentes, avec un nouveau recul de l'automobile (véhicules et pièces détachées). Pour 2020, les résultats des enquêtes annoncent un plus-bas de l'activité manufacturière, confirmant nos attentes. A 45,5, l'indice des directeurs d'achats (PMI) dénote clairement une contraction mais aussi une amélioration par rapport au creux de 41,7 de septembre. L'augmentation de janvier venait de la composante avancée des nouvelles commandes (hausse des nouvelles commandes à l'export et de la production future). Selon les résultats de l'enquête Ifo pour l'industrie, le pire serait passé, sans toutefois annoncer un rebond marqué. Si l'indice PMI des services a progressé, les prévisions de l'Ifo se sont inversées. Le marché du travail moins actif laisse prévoir une modération des services en 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,5%
2021 : 1,4%	2021 : 1,5%

L'inflation de décembre est ressortie à 1,5%, comme nous l'attendions. En général, l'inflation allemande a été faible en 2019, avec un taux d'inflation moyen de 1,4%, contre 1,9% en 2018. L'activité ralentie de fin 2019 s'est traduite par une légère révision en baisse des prévisions d'inflation pour 2020. Elle devrait atteindre son pic de 1,8% au premier trimestre en raison des effets de base de l'énergie, avant de s'atténuer sur fond de modération du marché du travail.

France

Le pays suit son propre cycle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,0%	2020 : 1,2%
2021 : 1,1%	2021 : 1,2%

L'économie française suit son propre cycle. En 2019, le pays a moins souffert que les autres des obstacles à la croissance mondiale à l'origine d'une contraction massive du secteur manufacturier de certains pays européens. La demande intérieure française est restée soutenue, notamment grâce à une politique budgétaire généreuse. Pourtant, les critères de Maastricht limitent ses possibilités dans ce sens pour 2020. Selon le FMI, la dynamique budgétaire française sera négative cette année. D'autres raisons motivent un tassement graduel de l'activité économique à court terme. L'indice des directeurs d'achats des services est resté orienté à la baisse en début d'année. Il est certes difficile d'estimer la part de responsabilité des grèves contre la réforme des retraites, qui représente un facteur temporaire – un constat qui vaut également pour les indicateurs du moral des ménages et les intentions d'achats de biens de consommation importants. Le moral des ménages avait été affecté fin 2019 et nous verrons s'il se redresse aussi vite que lors des premiers mois de l'an dernier, une fois apaisé le violent mouvement des gilets jaunes. Le coronavirus pourrait représenter un risque temporaire de plus vu l'importance pour l'économie française du tourisme et des exportations de produits de luxe en Asie. Sur une note plus encourageante, l'avionneur français Airbus pourrait profiter des déboires de son concurrent Boeing aux Etats-Unis.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,4%	2020 : 1,2%
2021 : 1,4%	2021 : 1,3%

L'inflation totale a progressé en raison de l'effet de base des prix du pétrole début 2019. Elle devrait remonter temporairement vers 1,8% jusqu'en février. Vu la pression moins marquée des prix de l'énergie et le tassement de la dynamique économique, février représentera sans doute le pic cyclique de l'inflation annuelle totale, avant une stabilisation aux alentours de 1,4% pour les prochains trimestres selon notre scénario de base.

Royaume-Uni

L'économie à un tournant ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,1%	2020 : 1,1%
2021 : 1,3%	2021 : 1,4%

Une série de statistiques économiques déprimantes pour le quatrième trimestre 2019 l'ont confirmé : l'année passée fut une année perdue pour le Royaume-Uni. Le PIB de novembre a reculé de 0,3% par rapport au mois précédent et la morosité des ventes de détail laisse à penser que décembre n'apportera pas le point de retournement tant attendu. Les volumes des ventes de détail sont d'ailleurs en recul depuis juillet 2019, un phénomène exceptionnel hors période de récession. Nous pensons toutefois que le pire est passé et que l'économie britannique va se redresser. La forte hausse de la livre depuis août a sans doute pesé sur la croissance, mais cet effet devrait se dissiper. De plus, les élections législatives de décembre ont un peu clarifié la situation politique et le plan de relance budgétaire du gouvernement devrait profiter à la croissance en 2020. Les derniers indices des directeurs d'achats confirmaient ce retournement du sentiment économique, surtout dans les services. Nous restons relativement prudents pour le secteur manufacturier car l'investissement ne devrait pas progresser dans le contexte d'incertitude persistante autour des futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Ces négociations commenceront une fois le pays sorti de l'UE, le 31 janvier, mais nous n'attendons pas d'avancées rapides au vu des nombreuses pierres d'achoppement, des services financiers aux droits de pêche, qui encombrant le chemin.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,5%	2019 : 1,7%
2020 : 1,8%	2020 : 1,9%

L'inflation totale britannique a fortement surpris à la baisse en décembre en chutant à son plus-bas en trois ans (1,3%), sans doute sous l'effet de la hausse de la livre en 2019 et d'une moindre progression des salaires. Ce bas niveau a entraîné une réduction sensible de nos prévisions pour 2020 (de 1,9% à 1,5%). Quant à l'inflation sous-jacente, sa chute de décembre devrait rester temporaire et nous l'attendons entre 1,5% et 2%, conformément à l'objectif de la Banque d'Angleterre.

Suisse

Des risques pèsent sur la reprise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,3%	2020 : 1,3%
2021 : 1,2%	2021 : 1,3%

Les incertitudes géopolitiques et les problèmes qui en ont découlé pour les entreprises des industries mécaniques et électriques exportatrices ont commencé à se propager au secteur tertiaire et aux PME davantage tournées vers le marché intérieur. Le chômage a entamé une légère hausse dans les régions et pour les secteurs les plus touchés par ces derniers mois de tassement des échanges. Les volumes d'exportations réels ont chuté entre le troisième et le quatrième trimestres 2019. Du côté des bonnes nouvelles, les entreprises manufacturières annoncent une légère reprise des commandes. L'enquête industrielle du centre de recherches conjoncturelles KOF fait état de trois mois successifs de remontée des prévisions de commandes jusqu'en janvier 2020, et l'indice est monté à son plus haut niveau depuis janvier 2019. Toutefois, cette amorce de reprise reste exposée aux obstacles supplémentaires que représentent l'appréciation du franc suisse et l'épidémie de coronavirus. Le taux de change effectif du franc a progressé de 1,1% depuis le début de l'année. Sur les douze derniers mois, la monnaie suisse a gagné plus de 5% face à l'euro, ce qui pèse sur le tourisme et sur la distribution, affectée par la concurrence transfrontalière. Quant au coronavirus, il est trop tôt pour évaluer son effet sur l'activité économique, mais rappelons que le SRAS avait constitué l'un des éléments déclencheurs d'une récession passagère début 2003.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,1%	2019 : 0,3%
2020 : 0,6%	2020 : 0,7%

Trois influences notables sur l'indice des prix à la consommation suisse exercent une pression baissière simultanée : l'appréciation du franc par rapport au dollar et à l'euro, qui fait chuter les prix des importations ; le recul des prix de l'énergie depuis le début de l'année, à l'origine d'une contribution négative à l'inflation mensuelle de janvier et de février ; et les coûts locatifs, qui entrent dans l'indice des prix à la consommation et devraient marquer le pas plus tard cette année.

Japon

Le tourisme va souffrir

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,3%	2020 : 0,4%
2021 : 0,6%	2021 : 0,8%

De plus en plus de signes attestent que l'économie aurait bien mieux absorbé le relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre dernier que celui de 2014, même si la hausse de 2019 était moins forte et que plusieurs produits étaient épargnés. Au-delà de la volatilité induite par cet élément exceptionnel, la tendance modérément positive de la consommation semble intacte. De même, la chute en dessous de 50 de l'indice des directeurs d'achats des services n'a pas duré, puisque ce dernier est remonté au niveau confortable de 52,1 en janvier. Toutefois, l'épidémie de coronavirus menace la reprise du secteur tertiaire au premier trimestre 2020. Les Chinois représentaient en effet 30% des touristes au Japon en 2019 et contribuaient en conséquence aux ventes de détail. Les touristes chinois se feront sans doute bien plus rares au premier trimestre, un nouveau coup pour un secteur déjà affecté par la chute libre des visites des Coréens imputable à la montée des tensions entre le Japon et la Corée du Sud. Même s'il est trop tôt pour quantifier l'impact de ce phénomène en raison de l'incertitude qui règne à l'heure où nous écrivons ces lignes, nous apprécions que nos prévisions de PIB pour 2020 soient déjà prudentes par rapport aux chiffres du consensus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,6%	2019 : 0,6%
2020 : 0,3%	2020 : 0,6%

L'inflation totale de décembre ayant dépassé les attentes, nous avons relevé nos prévisions de 2020. L'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais) a également augmenté en décembre, à 0,9%, son plus haut niveau depuis début 2016. Bien que le relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre n'ait eu qu'un effet extrêmement limité, il semblerait que les commerçants répercutent progressivement le renchérissement des coûts de production sur les prix finaux, ce qui pourrait tirer nos projections à la hausse.

Chine

Attention au coronavirus

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 5,9%	2020 : 5,9%
2021 : 5,6%	2021 : 5,7%

La croissance a atteint 6,1% en 2019, son plus-bas depuis 1990. Les chiffres de décembre reflètent toutefois une stabilisation pour le secteur manufacturier, dont les investissements et la production ont rebondi, tandis que l'effondrement des ventes de voitures marque un plus-bas. De plus, après des mois de négociations, les Etats-Unis et la Chine ont finalement signé un premier accord. Si celui-ci réduit le risque d'une véritable guerre commerciale, et donc l'incertitude qui a pesé sur les décisions d'investissement toute l'année 2019, sa portée reste très limitée : les droits de douane sur 360 milliards de dollars de produits chinois n'ont pas disparu et la question des subventions de la Chine à l'industrie n'a pas été abordée. De plus, l'accord ne prévoit rien pour limiter les outils juridiques ou politiques dont disposent les Etats-Unis pour tenter de brider l'avance technologique de la Chine. L'épidémie de coronavirus, susceptible de se répandre très vite dans le pays alors même qu'ont lieu les cérémonies du Nouvel An chinois, constitue un nouveau risque à surveiller de près. Lors de l'épidémie de SRAS en 2003, les ventes de détail avaient chuté et la croissance du PIB du deuxième trimestre était passée de 11,1% à 9,1%. Comme la consommation joue aujourd'hui un bien plus grand rôle dans l'économie chinoise, l'évolution vers une pandémie pourrait avoir de graves implications.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 3,4%	2019 : 3,1%
2020 : 2,0%	2020 : 2,2%

L'inflation de décembre est restée élevée à 4,5%, comme en novembre, une stabilisation due à l'envolée des prix de l'énergie parallèle à la hausse moins forte des cours du porc, principal moteur de l'inflation en 2019. Nous attendons une remontée de l'indice des prix à la consommation en janvier avec la hausse des prix alimentaires à l'occasion du Nouvel An. Le porc, affecté par la pénurie due à la fièvre porcine africaine, devrait rester cher avant de se normaliser au second semestre.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

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 économique, Swiss Life Asset Managers, 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, 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, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.
Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.
Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management 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.