

Avril 2018

A retenir

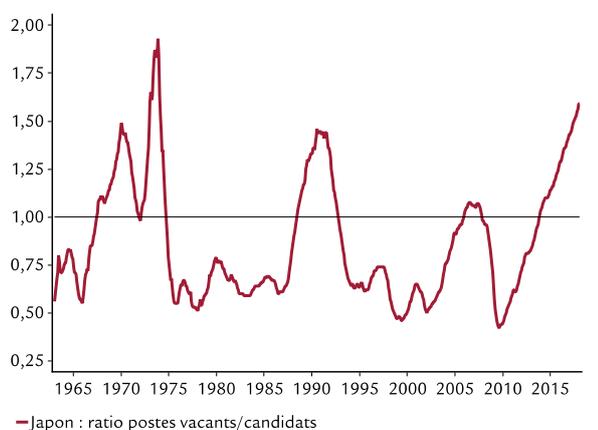
- Les contribuables américains attendent leurs remboursements d'impôts
- La déflation ne fait plus peur, mais la modération de la croissance mondiale devrait brider la hausse des prix
- Sauf pour le Japon, nos prévisions de croissance du PIB en 2019 sont en dessous des estimations du consensus

Prévisions comparées

	PIB 2018				PIB 2019				IPC 2018				IPC 2019			
	Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus	
Etats-Unis	2,5%	↓	2,8%		2,2%		2,6%	↑	2,5%	↓	2,4%	↑	2,0%	↓	2,1%	↓
Zone euro	2,2%	↑	2,4%	↑	1,4%		1,9%		1,5%		1,5%		1,3%		1,5%	
Royaume-Uni	1,3%	↓	1,6%	↑	1,0%		1,5%		2,3%	↓	2,6%		2,0%		2,2%	
Suisse	2,0%	↑	2,1%	↑	1,3%		1,7%		0,9%	↑	0,8%		0,8%		1,0%	
Japon	1,5%	↑	1,4%		1,1%		1,1%		1,6%	↑	1,0%		0,4%		1,1%	
Chine	6,5%		6,5%		6,1%		6,3%		2,3%	↑	2,3%		2,2%	↑	2,3%	↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 12.03.2018

Graphique du mois



Source: MACROBOND

Le marché du travail japonais est remarquablement dynamique depuis quelques années. Bien que le taux de participation au marché du travail ait augmenté, les nouveaux venus s'intègrent sans peine à la population active. Le taux de chômage a chuté à 2,4% en janvier 2018, son plus bas niveau depuis mars 1993. Comme le montre le graphique ci-contre, le ratio postes vacants sur candidats disponibles n'a jamais été aussi élevé depuis 1974. Cette sérieuse tension du marché du travail devrait persister, ce qui n'empêche pas l'inflation salariale de rester très modeste, comme dans d'autres pays.

Etats-Unis

Et les remboursements d'impôts ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 2,5 %	2018 : 2,8 %
2019 : 2,2 %	2019 : 2,6 %

Suite à la publication des ventes de détail de février, après un mois de janvier modeste, la prudence s'impose concernant la contribution de la consommation des ménages à la croissance globale du PIB au premier trimestre. Les ventes totales ont enregistré leur troisième mois de baisse d'affilée. En février, la valeur totale des ventes a pâti d'une activité ralentie dans l'automobile et du recul des prix de l'essence. Hors automobiles et essence, les ventes affichent une progression toujours solide de 0,3% sur un mois. Cette année, l'administration fiscale tarde à rembourser les impôts prélevés à la source, freinant les dépenses de consommation. Une fois les sommes versées, les ventes de détail devraient repartir à la hausse. Il conviendra de surveiller l'effet de la remontée des taux hypothécaires sur les dépenses de consommation. Outre l'évidente faiblesse des dépenses des ménages, la croissance globale du PIB du premier trimestre se trouve exposée au risque d'augmentation des droits de douane sur les importations, susceptible d'avancer l'activité dans ce domaine pour éviter cette taxation supplémentaire. Or, une hausse des importations pèse sur la croissance du PIB. Ces raisons expliquent l'abaissement de nos estimations de croissance pour le seul premier trimestre, ce qui influe toutefois sur la croissance moyenne annuelle du PIB 2018.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 2,5 %	2018 : 2,4 %
2019 : 2,0 %	2019 : 2,1 %

Nos données de haute fréquence sur les prix à la pompe annoncent une nouvelle fois une contribution négative de cette composante à l'inflation totale de mars, et elles sont à l'origine de la révision en baisse de la moyenne annuelle de 2018. L'évolution des prix des biens sous-jacents est passée de très négative à légèrement négative. Les prix des services sous-jacents ont évolué de manière linéaire, pour afficher une hausse annuelle de 2,6% en février. A moyen-long terme, la tendance des salaires et la productivité seront les principaux moteurs de l'inflation.

Zone euro

En-dehors de la zone de confort

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 2,2 %	2018 : 2,4 %
2019 : 1,4 %	2019 : 1,9 %

Si certains obstacles politiques ont disparu, des doutes persistent concernant la formation du gouvernement italien. En l'absence d'une majorité absolue, les partis pourraient opter pour la solution des coalitions, un processus susceptible de prendre du temps. Les résultats des enquêtes auprès des entreprises de toute la zone euro sont moins encourageants et pourraient se dégrader si la situation s'envenime concernant les droits de douane et le protectionnisme. Bien que les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier aient sans doute atteint leur pic à ce stade du cycle, l'activité actuelle du secteur tertiaire paraît elle aussi très soutenue. L'activité intérieure se redresse et bénéficie du rétablissement en cours du marché du travail dans la plupart des pays membres. Notons que l'Italie fait ici exception à la règle, avec un taux de chômage qui recule bien plus lentement que dans les autres pays de l'UEM, et qui est même remonté récemment. Après de nombreux trimestres de croissance supérieure à la tendance, nous doutons que l'économie de la zone euro puisse accélérer de nouveau. Nous prévoyons plutôt des taux de croissance trimestriels annualisés ralentis à 1,2 % en 2019, contre 2,0% actuellement. Les conditions financières pourraient se durcir, mais pas suffisamment pour mettre en péril les dynamiques économiques.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 1,5 %	2018 : 1,5 %
2019 : 1,3 %	2019 : 1,5 %

La pression inflationniste reste quasiment inexistante à ce stade du cycle. L'effet de base va tirer l'inflation totale vers le niveau symbolique de 1,7%, considéré par le marché comme le seuil à partir duquel la BCE pourrait se trouver satisfaite. D'ici à fin 2018, l'inflation devrait retomber pour atteindre 1,4% en décembre 2018. L'appréciation de l'euro rend les importations moins chères et empêche l'inflation (totale et sous-jacente) d'atteindre l'objectif de la BCE. L'indice des prix sous-jacents devrait ainsi demeurer aux alentours de 1% durant le reste de l'année.

Royaume-Uni

Début d'essoufflement

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 1,3 %	2018 : 1,6 %
2019 : 1,0 %	2019 : 1,5 %

La dernière enquête de Consensus Economics fait toujours ressortir de grandes disparités dans les prévisions de croissance du PIB pour 2018. Tandis que les analystes les plus optimistes tablent sur 2% (c'est-à-dire une accélération par rapport à 2017), les plus prudents n'attendent qu'une croissance réelle de 1%. Après avoir légèrement abaissé notre estimation à 1,3%, nous nous situons dans le bas de la fourchette. Comme déjà évoqué précédemment, tout dépendra de la volonté des entreprises britanniques à investir en cette période de grande incertitude quant à l'accès au marché unique européen. Les négociateurs des deux parties sont aujourd'hui arrivés à un accord concernant la période de transition. Toutefois, au vu du risque imminent que la politique commerciale américaine ne porte davantage préjudice aux échanges internationaux, nous doutons que les entreprises se précipitent pour investir au Royaume-Uni. Ces évolutions politiques nous obligent à élaborer des scénarios à double issue et notre prudence pourrait se révéler excessive. Cependant, les chiffres parlent d'eux-mêmes : l'indice cyclique des directeurs d'achats du secteur manufacturier de février est tombé à son plus bas niveau depuis juin 2017, tandis que l'estimation glissante de croissance trimestrielle du NIESR retombait à 0,3%, soit moitié moins que le rythme publié pour le dernier trimestre 2017.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 2,3 %	2018 : 2,6 %
2019 : 2,0 %	2019 : 2,2 %

Les chiffres de février ont confirmé notre intuition : la poussée inflationniste consécutive au repli de la livre après le référendum sur l'UE de l'été 2016 était temporaire. L'inflation annuelle a reculé de 3,0% à 2,7%, sous l'effet baissier très marqué des prix alimentaires et de l'énergie. Les dernières statistiques sont ressorties un peu en dessous de nos attentes, ce qui, combiné à la remontée récente de la livre et à nos prévisions de croissance inférieure à son potentiel pour les prochains trimestres, justifie une légère diminution de nos estimations.

Suisse

Moins de 3% de chômeurs

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 2,0 %	2018 : 2,1 %
2019 : 1,3 %	2019 : 1,7 %

La croissance économique s'est raffermie au second semestre 2017, comme en témoignent les chiffres du PIB du quatrième trimestre. En moyenne, le PIB réel a progressé de 1,1% sur un an, jusqu'à s'accélérer à 1,9% au cours des trois derniers mois de l'année, soit la plus forte progression annuelle depuis 2014. Les trois dernières années étaient sous le choc de la décision de la Banque nationale suisse d'abandonner le taux de change plancher. Il y a trois ans, nous pensions que l'amélioration des dynamiques de croissance du reste du monde protégeraient la Suisse de la récession, malgré le franc fort, tout en prévoyant une longue période de croissance ralentie en raison de la faiblesse de la consommation privée ainsi que de la prudence des entreprises en matière d'investissement et d'embauches, censée peser sur l'activité intérieure. Toutes ces prévisions se sont réalisées, laissant la Suisse à la traîne dans la phase de croissance mondiale actuelle, amorcée en 2016. Les chiffres disponibles pour le premier trimestre laissent suggérer un rattrapage : l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier, créé en 1995, a atteint le cinquième meilleur score mensuel de son histoire en mars 2018. Les ventes de détail se stabilisent depuis mi-2017 et le taux de chômage est tombé en dessous de 3% pour la première fois depuis août 2012.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2018 : 0,9 %	2018 : 0,8 %
2019 : 0,8 %	2019 : 1,0 %

L'indice des prix à la consommation a invariablement surpris à la hausse ces trois derniers mois. Les distributeurs et les prestataires testent leur capacité à augmenter leurs prix, encouragés par une dynamique économique plus porteuse et par le renchérissement des importations. En février, l'impact du recul du franc est devenu évident, les prix des vacances tout compris contribuant largement à la remontée de l'indice des prix à la consommation. Nous relevons notre estimation d'inflation à 0,9% en moyenne pour cette année.

Japon

Le yen faible n'aide plus autant

Il y a un mois, nous rappelions que les statistiques des comptes nationaux japonais faisaient l'objet de révisions considérables entre la première estimation et les chiffres définitifs. Cette règle s'est encore vérifiée. Si la faiblesse inattendue des chiffres du dernier trimestre 2017 avait tiré temporairement nos prévisions de croissance à la baisse pour 2018, une première révision a validé nos calculs initiaux et nous devons donc ramener nos estimations où elles étaient il y a deux mois. Grâce à la politique de relance budgétaire, l'expansion économique japonaise, déjà la plus longue depuis la fin des années 1980, va se poursuivre. Cette situation favorable a créé des tensions sur le marché du travail (voir p. 1). Cependant, la solide croissance économique de 2017 a indéniablement bénéficié de la reprise synchronisée mondiale et du net repli du yen. A l'heure où la menace protectionniste se précise, et après une remontée de 5% du taux de change effectif du yen depuis début 2018, ces éléments favorables aux exportations semblent s'atténuer.

Chine

La « nouvelle ère » de Xi s'affirme

L'année économique avait très bien commencé. Ces dernières semaines, la politique l'a emporté sur l'économie avec la proclamation des priorités de l'Assemblée nationale populaire, au premier rang desquelles la « nouvelle ère » instaurée par président Xi Jinping, qui renforce encore les pouvoirs présidentiels. Elle doit satisfaire les besoins d'une « vie meilleure », notamment en réduisant pauvreté et pollution atmosphérique. Les pouvoirs publics se sont engagés à privilégier non plus l'ampleur, mais la qualité de la croissance. La Chine n'en est toutefois qu'au début de cette transition. Deuxième sujet phare : la stabilité financière. Pour limiter l'endettement et lutter contre la finance parallèle, la réglementation va encore se durcir, avec une politique monétaire neutre. Ces priorités politiques devraient renforcer le modèle économique chinois. Le principal risque réside dans un durcissement excessif de la réglementation financière. La Chine a réagi prudemment à l'autre risque, la politique commerciale américaine, pour éviter une escalade des mesures de riposte.

Economic Research



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



Claudia Bernasconi
Senior Economist
Emerging Markets
claudia.bernasconi@swisslife.ch
🐦 @BernasconiCla



Sylvia Walter
Senior Economist
sylvia.walter@swisslife.ch
🐦 @SylviaWalter13



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

Vous avez 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



Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management 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 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 Management (France), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-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 et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich