

Mai 2019

A retenir

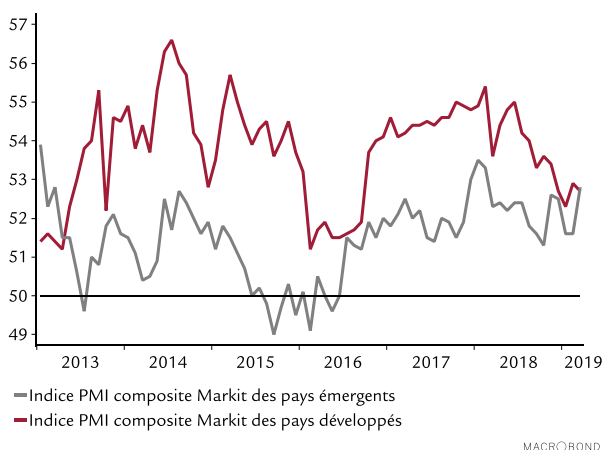
- Même si l'on parle beaucoup de l'inversion de la courbe des taux américaine, le risque de récession nous semble toujours faible
- D'après les chiffres chinois, les mesures de relance du gouvernement commencent à stimuler l'économie réelle
- Quoique toujours modérée, la dynamique de la zone euro devrait s'accélérer grâce à la demande extérieure

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2019		Croissance du PIB 2020		Inflation 2019		Inflation 2020	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,3%	2,4%	1,8% ↑	2,0%	1,9%	1,8%	2,2%	2,2%
Zone euro	1,1% ↓	1,1% ↓	1,2% ↑	1,3% ↓	1,4%	1,3%	1,6%	1,4% ↓
Royaume-Uni	1,3%	1,3%	1,3%	1,5%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
Suisse	1,0%	1,2% ↓	1,4%	1,5%	0,7% ↑	0,6%	0,8%	0,8% ↓
Japon	0,6% ↓	0,6% ↓	0,4%	0,5% ↑	0,7% ↓	0,6% ↓	1,1% ↓	1,0%
Chine	6,2%	6,2%	6,0%	6,1%	2,2%	2,1%	2,2%	2,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 18.04.2019

Graphique du mois



Pour la première fois depuis 2013, l'indice des directeurs d'achats (PMI) des marchés émergents – l'indicateur avancé le plus large de l'activité économique – a rejoint celui des pays développés. La Chine constitue le principal moteur de ce rattrapage des pays émergents grâce à la reprise de la croissance de l'industrie du pays, dont l'indice PMI manufacturier a atteint 50,8 points, dépassant ainsi la barre des 50 points qui marque la frontière entre expansion et récession. Cette amélioration indique que le ralentissement de l'économie chinoise aurait commencé à se stabiliser grâce notamment aux mesures de relance accrues du gouvernement, ce qui a déclenché un rebond des indices PMI des autres pays émergents, en particulier en Asie.

Etats-Unis

Une courbe des taux alarmante ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 2,3%	2019 : 2,4%
2020 : 1,8%	2020 : 2,0%

Ces dernières semaines, l'actualité économique était dominée non par les publications conjoncturelles mais par l'inversion de la courbe des taux américaine. Pour la première fois depuis la crise financière, le rendement des bons du Trésor à 10 ans est passé en dessous de celui des titres à trois mois. Cette inversion, mais aussi les valorisations actuelles du marché monétaire, indiquent que les investisseurs s'attendent à une baisse des taux directs dans les deux ans, ce qui implique une récession, ou du moins un sérieux ralentissement de l'économie. De fait, l'inversion de la courbe a souvent annoncé une récession. Si nombre d'analystes soulignent que l'intervention massive des banques centrales sur le marché obligataire peut déformer le signal, nous conseillons de le prendre au sérieux. Rappelons toutefois deux décalages importants : durant les deux derniers cycles, deux ans et demi s'étaient écoulés entre la première inversion et le début de la récession, avec une solide croissance de l'économie et des cours des actions entre-temps. Et contrairement aux deux derniers cycles, la Fed semble consciente du risque et a annoncé une pause (la fin, selon nous) dans son cycle de hausse des taux, qui pourrait prolonger l'expansion encore davantage, comme l'atteste le léger relèvement de nos prévisions de PIB 2020 de 1,5% à 1,8%. Le risque de récession à court terme nous semble donc faible, en ligne avec les chiffres récents qui dénotent une activité soutenue et un bon moral des entreprises et les ménages.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 1,8%
2020 : 2,2%	2020 : 2,2%

Quoique l'inflation ait dernièrement surpris à la baisse, nous conservons notre prévision un peu supérieure au consensus de 1,9% pour 2019. La forte hausse des cours du pétrole n'a en effet pas encore affecté les statistiques des prix et l'inflation sous-jacente était bridée par des facteurs spécifiques (chute des prix des vêtements et des voitures d'occasion) sans doute temporaires.

Zone euro

Des chiffres toujours très mitigés

Croissance du PIB

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

Au début de l'année, nous étions déjà bien plus prudents que la plupart des économistes ou des organisations internationales comme l'OCDE ou le FMI concernant la croissance de la zone euro en 2019. Entre-temps, le pessimisme croissant a incité nombre de prévisionnistes à réduire fortement leurs estimations, en conséquence de quoi les nôtres ont rejoint le consensus actuel. Le mois dernier, nous écrivions que le pire était sans doute passé pour la zone euro. Or, les dernières statistiques montrent qu'il est trop tôt pour annoncer la fin du ralentissement économique dans la région. La faiblesse persistante des indices des directeurs d'achats (PMI) manufacturiers allemands et italiens indique que le ralentissement cyclique des secteurs industriels serait plus marqué qu'on ne le pensait et que les multiples difficultés de l'automobile allemande se répercutent durablement sur toute la chaîne d'approvisionnement. Plus grave, le litige commercial avec l'administration américaine semble s'intensifier et entraver l'investissement des entreprises. Il existe donc un risque de contagion à l'économie intérieure allemande, qui avait jusqu'ici très bien résisté, soutenue par des conditions financières favorables et un marché du travail tendu. Des signes d'amélioration de la dynamique économique se manifestent à travers les solides indices PMI manufacturiers de pays comme l'Espagne ou la Grèce, et par le redressement généralisé du moral des entreprises en France.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,4%	2019 : 1,3%
2020 : 1,6%	2020 : 1,4%

L'inflation, surtout sous-jacente, reste étonnamment basse au vu de l'accélération de la croissance des salaires et du resserrement de l'écart de production. La date tardive de Pâques pourrait déformer les chiffres de mars, avec un contrecoup en avril, mais nous doutons que l'inflation sous-jacente dépasse 1% avant le quatrième trimestre 2019.

Royaume-Uni

Splendide isolement... temporaire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,3%	2019 : 1,3%
2020 : 1,3%	2020 : 1,5%

Contrairement aux autres régions, les dynamiques économiques du Royaume-Uni n'ont pas faibli depuis début 2019. Les estimations mensuelles de PIB jusqu'en février suggèrent une croissance de 0,3% au premier trimestre, un peu plus soutenue qu'au dernier trimestre 2018. Les derniers chiffres sont bons pour tous les secteurs, des ventes de détail à l'industrie, comme l'atteste toujours le raffermissement du marché du travail. A première vue, tout cela peut surprendre au vu de l'anxiété liée au Brexit. Or, il semblerait que ce dernier préserve l'économie britannique des difficultés du cycle mondial, qui pèsent sur les pays exportateurs européens. Ce bienfait pourrait toutefois se révéler temporaire : l'indice des directeurs d'achats montre que les stocks d'achats des entreprises manufacturières auraient atteint des sommets au premier trimestre en raison des mesures d'urgence pour parer à l'éventualité d'un Brexit « dur ». Le plus probable sera selon nous un retournement au cours des prochains mois, qui modérera les dynamiques de l'activité manufacturière.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,9%	2019 : 2,0%
2020 : 2,0%	2020 : 2,1%

Le risque d'un Brexit sans accord nous semble toujours mineur, ce qui signifie que la livre a peu de chances de retomber d'ici à la fin de l'année, ce qui permettra de maîtriser les prix des importations. Ces trois derniers mois, nous avons surestimé les tendances de l'inflation totale. L'appréciation de la livre depuis le début de l'année, mais aussi la faculté limitée d'augmentation des prix dans la distribution sur fond d'incertitudes liées au Brexit pourraient expliquer la faible pression inflationniste en 2019. Avec la remontée des prix de l'énergie, l'inflation totale devrait tout juste dépasser 2% d'ici au milieu de l'année. Comme ailleurs, les chiffres de mars et d'avril seront déformés, la date tardive de Pâques devant se traduire par une inflation relativement faible en mars, suivie de fortes hausses de prix pour certaines prestations touristiques en avril.

Suisse

La chute était attendue

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 1,0%	2019 : 1,2%
2020 : 1,4%	2020 : 1,5%

L'indice suisse des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier a brutalement chuté de 55,4 à 50,3 points en mars, une baisse mensuelle d'une ampleur jamais connue depuis novembre 2008, lorsque l'économie mondiale avait été frappée par la crise financière. Ce décrochement très sensible de l'indice PMI manufacturier est plus cohérent avec les signaux envoyés par d'autres indicateurs avancés plus fiables, comme l'enquête trimestrielle de Swissmem sur les nouvelles commandes ou celle du KOF auprès des entreprises industrielles, laquelle indique une stabilisation des prévisions de nouvelles commandes à trois mois, après une succession de baisses chaque mois depuis février 2018. Nous n'avons donc pas besoin de modifier nos prévisions pour cette année. Le fait que le taux de change effectif du franc n'ait pas augmenté et les signes encourageants d'amélioration de la conjoncture dans les pays émergents limitent les risques de récession malgré le ralentissement prolongé de l'activité dans la zone euro voisine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2019 : 0,7%	2019 : 0,6%
2020 : 0,8%	2020 : 0,8%

Le mois dernier, la Banque nationale suisse (BNS) a publié la mise à jour de sa prévision d'inflation conditionnelle. Selon ces nouveaux calculs, l'inflation totale ne devrait pas dépasser 1,5% d'ici à fin 2021 sous le régime de politique monétaire actuel. On peut en déduire que la BNS ne renoncera pas aux taux négatifs dans un avenir proche. Le risque d'une flambée inflationniste durable nous semble toujours limité, tant en Suisse que dans les autres pays développés, ce qui devrait maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau. La remontée des cours du pétrole depuis le début de l'année contribuera toutefois plus que prévu à la hausse des prix en 2019, d'où le relèvement de notre estimation d'inflation pour cette année de 0,6% à 0,7%.

Japon

La morosité règne toujours

Comme l'Europe, le Japon a subi l'impact de la récession du cycle industriel mondial née d'une chute de la demande extérieure, surtout chinoise. Si nous ne disposons pas des chiffres de mars à cette heure, il est quasiment certain que la production industrielle, les commandes de machines et les volumes d'exportations auront poursuivi leur déclin au premier trimestre. Malgré l'assez bonne résistance de la consommation et de l'investissement, le net repli des volumes d'importations dénote des risques pour la demande intérieure également. Contrairement à l'Europe, les enquêtes japonaises n'affichent aucun signe de stabilisation alors que les derniers indicateurs avancés chinois sont encourageants. Nous avons donc abaissé notre estimation de croissance 2019 à 0,6%, un peu en dessous du potentiel. Les pressions inflationnistes resteront donc à peu près inexistantes, d'autant que le yen devrait s'apprécier. La marge d'assouplissement de la banque centrale est donc minime et c'est sans doute la politique budgétaire qui prendra le relais pour les deux prochaines années.

Chine

La stabilisation se poursuit

Les indices chinois des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier ont passé en mars les 50 points qui séparent expansion et contraction de l'activité, l'indice officiel national ressortant à 50,5 après 49,2 en février. Cette hausse reflète avant tout l'amélioration de la demande intérieure. La demande extérieure, mesurée par les nouvelles commandes à l'exportation, a augmenté elle aussi, mais sans passer la barre symbolique. Le rebond dénote un meilleur moral, surtout chez les petites entreprises, grâce à un meilleur accès au financement et à des baisses d'impôts plus fortes que prévu contre le ralentissement économique. L'indicateur large du crédit a progressé aussi plus que prévu, dénotant une poursuite de la stabilisation. Le redressement ne pourra durer que si le litige commercial avec les Etats-Unis débouche sur un accord. Même si les deux parties multiplient les négociations, ce qui témoigne de leur volonté de conclure un accord sous une forme ou sous une autre, les pourparlers peuvent encore durer tant il semble difficile d'adopter des mesures propres aux aspects structurels.

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

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 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), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex 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, Swiss Life Invest GmbH, 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., 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.