

Juin 2020

## A retenir

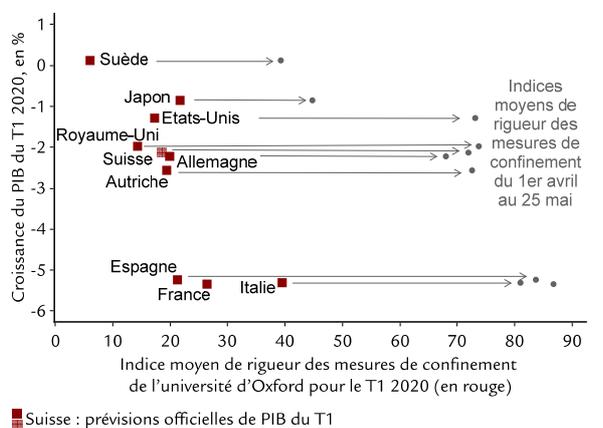
- La reprise économique a commencé avec la réouverture progressive des économies européennes et américaine.
- Nos prévisions sont relativement optimistes, surtout pour la Suisse où la répartition sectorielle est favorable.
- L'inflation ressort dans le bas de la fourchette de prévisions, d'où une révision en baisse de nos estimations.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 11.05.2020

## Graphique du mois



Tout en confirmant l'impact négatif du COVID-19, les premières estimations de croissance du PIB du premier trimestre 2020 étaient globalement supérieures aux attentes. Les pays ayant adopté les mesures de confinement les plus strictes selon l'indice d'Oxford ont subi en moyenne une contraction plus marquée de leur activité. Malgré la réouverture actuelle des économies, les mesures de confinement auront été en moyenne plus strictes au deuxième trimestre qu'au premier, ce qui laisse prévoir un décrochage du PIB encore plus net. Les statistiques économiques confirment toutefois l'installation d'une reprise progressive durant la deuxième moitié du deuxième trimestre et les conditions d'un éventuel retour aux confinements nationaux devraient se durcir considérablement au fil du temps.

## Etats-Unis

### Chômage : vraiment temporaire ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,4%	2020 : -5,4%
2021 : 3,7%	2021 : 4,3%

La publication des chiffres de l'activité d'avril a enfin dévoilé l'ampleur des effets du coronavirus sur l'économie américaine, qui pèsent surtout, comme prévu, sur les services. Les ventes de détail ont plongé de 16% sur un mois tandis que la production industrielle reculait de « seulement » 11%. Ces deux chutes sont inédites, alors même que les premières statistiques de production industrielle remontent à 1919. Nous pensons toujours néanmoins que la récession sera moins dure qu'en Europe, grâce à un confinement moins strict. En revanche, les Etats-Unis sont plus touchés sur le plan de l'emploi en l'absence de dispositif de chômage partiel. Entre mi-mars et mi-mai, plus de 36 millions d'Américains se sont inscrits au chômage, dont le taux aurait dépassé 17% en avril sans la forte baisse de la participation au marché du travail. Toutefois, 78% des personnes sans emploi pensent que leur employeur les rappellera dans les six mois et sont donc comptées comme « temporairement au chômage ». Bien sûr, certaines le seront durablement cette année, mais nous pensons que les effectifs comme le taux de chômage redeviendront rapidement plus normaux après la levée des mesures de confinement. Nous estimons actuellement que le taux de chômage américain s'établira à environ 8% d'ici à décembre 2020.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,8%	2020 : 0,7%
2021 : 1,5%	2021 : 1,8%

L'inflation sous-jacente d'avril n'avait jamais autant chuté en un mois, sous l'effet des promotions massives offertes aux ménages sur les biens et services en raison de la crise. En outre, la faiblesse des prix de l'énergie a encore pesé sur l'inflation totale. Nous pensons que le plus-bas sera atteint en mai-juin, non loin de 0% d'inflation annuelle, avant que l'assouplissement des confinements et une certaine remontée des prix de l'énergie ne normalisent les statistiques d'inflation.

## Zone euro

### Ouverture (en cours)

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -6,2%	2020 : -7,9%
2021 : 5,9%	2021 : 6,2%

D'après les révisions en baisse des prévisions de PIB du deuxième trimestre, le verre serait encore à moitié vide concernant la récession la plus sévère depuis des décennies. Il peut aussi paraître à moitié plein au vu de l'amélioration de l'actualité médicale en un mois. Les tentatives d'aplatissement de la courbe des infections ont permis de rouvrir l'économie plus tôt que prévu. Même une levée des interdictions de déplacement avant les congés d'été semble réaliste. Les dernières enquêtes sur le moral des entreprises indiquent que le pessimisme aurait passé son pic et les statistiques économiques commencent à dépasser légèrement les attentes des économistes. Les restrictions sont levées à des rythmes différents, qui influenceront beaucoup sur le démarrage de la reprise. Selon les derniers indices de rigueur des mesures de confinement de l'université d'Oxford (voir le graphique du mois), le Luxembourg, la Slovaquie et l'Autriche seraient actuellement les plus avancés dans la levée des restrictions. L'Italie a étonnamment mis fin à de nombreuses interdictions, pour empêcher son économie de souffrir davantage. L'Espagne et la France semblant bien plus réticentes, leur reprise devrait démarrer plus tard. Sur la scène politique, le plan de redressement franco-allemand pour l'UE devrait limiter les risques d'une « crise de l'euro 2.0 » à moyen terme.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,3%
2021 : 1,3%	2021 : 1,1%

Nous y revoilà : face à la coordination des politiques monétaires et budgétaires par les autorités européennes, de nombreuses voix n'ont pas tardé à mettre en garde contre une flambée de l'inflation. Le choc de l'offre et de la demande a causé une sous-utilisation jamais vue d'infrastructures, de capacités de production et de main-d'œuvre par ailleurs intactes. L'écart de production ainsi créé doit d'abord être comblé avant que l'accélération de l'inflation ne représente un risque.

## Allemagne

### Le moral des entreprises remonte

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -6,3%
2021 : 3,9%	2021 : 5,2%

L'économie allemande connaît une reprise timide, la levée des restrictions économiques intérieures n'ayant pas entraîné de flambée des nouvelles infections de COVID-19. Malgré ces premiers signes encourageants, le PIB aura selon nous reculé de 9,3% au deuxième trimestre par rapport au premier, qui avait déjà officiellement enregistré une contraction de 2,2%. Cette récession est indéniablement sévère pour l'Allemagne et pourtant nos prévisions pour l'année 2020 sont supérieures à celles du consensus, pour les raisons suivantes. Nous pensons que la récession touche moins l'Allemagne que les autres économies de la zone euro. D'abord, ses mesures de confinement n'ont jamais été aussi strictes qu'en Italie, en Espagne ou en France et elle a pu réactiver certains pans de son économie plus vite que ses voisins. Ensuite, la récession touche surtout les services, moins importants en Allemagne qu'en France. L'industrie manufacturière, la colonne vertébrale de l'économie allemande, devrait se remettre plus rapidement du choc de l'offre initial. Enfin, la marge de manœuvre budgétaire allemande est confortable. La plupart des enquêtes menées en mai auprès des entreprises confirment notre opinion selon laquelle le pire serait passé : les prévisions d'activité de l'indicateur Ifo du climat des affaires sont remontées à leur plus-haut en trois mois, tandis que la composante « Emploi » de l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier reste supérieur aux planchers historiques enregistrés lors de la grande récession de 2008-2009.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,7%	2020 : 0,6%
2021 : 1,3%	2021 : 1,4%

Les offices de statistique européens ont eu de grandes difficultés à recueillir les prix de nombreux biens et services pendant le confinement, ce qui pourrait expliquer pourquoi nous avons sous-estimé l'inflation mensuelle allemande en avril. Si l'on peut se fier à ce qui se passe ailleurs, nous pouvons supposer que la faible inflation de mai et de juin compensera le niveau étonnamment élevé du mois d'avril.

## France

### Un lent déconfinement

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -7,3%	2020 : -8,2%
2021 : 5,8%	2021 : 6,7%

Au premier trimestre 2020, le taux de chômage de la France métropolitaine était tombé à 7,6%, au plus bas depuis 2008. Rappelons qu'Emmanuel Macron avait axé sa campagne électorale en 2017 sur la promesse de réduire le chômage à 7% à l'horizon 2021. Puis vint le COVID-19. En mars déjà, l'économie française était durement touchée, avec une contraction du PIB de 5,8% au premier trimestre. Par rapport aux voisins italiens et espagnols, où le virus fut encore plus meurtrier, les chiffres français sont particulièrement choquants. La méthode d'évaluation du PIB de mars aurait sa part de responsabilité en cela que l'institut français de la statistique aurait principalement basé ses calculs sur des chiffres de production, et les taux d'utilisation des capacités extrêmement faibles de mars et d'avril ont sans doute joué ici un rôle majeur. Cette première estimation du PIB sera certainement révisée lorsque davantage de données seront disponibles, mais l'économie devrait chuter encore davantage au deuxième trimestre (-12% selon nous). L'indice de rigueur des mesures de confinement de l'université d'Oxford montre que celles de la France figuraient parmi les plus strictes. Plus important encore, le pays lève les restrictions beaucoup plus lentement que la plupart des autres pays européens. Si l'on ajoute que l'économie dépend particulièrement du secteur tertiaire et que la vie quotidienne ne se normalise que tout doucement, on peut s'attendre à ce que la France ne profite que tardivement d'une reprise déjà amorcée dans le reste de l'Europe.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,3%
2021 : 1,3%	2021 : 1,2%

L'énergie bon marché promet une inflation très faible en 2020. Pourtant, comme ailleurs en Europe, l'institut de statistique a eu du mal à estimer correctement les indicateurs économiques courants, certains prix étant purement et simplement indisponibles entre mars et mai. Les autres moyens d'estimer les prix sont difficiles à anticiper pour les prévisionnistes, ce qui suppose une marge d'erreur pour les projections à court terme.

## Royaume-Uni

### Lanterne rouge de l'Europe

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,7%	2020 : -7,9%
2021 : 4,6%	2021 : 6,1%

Tandis que le continent plongeait dans la récession en mars, le calme régnait outre-Manche avant la pire tempête jamais essayée en plusieurs décennies. Le PIB n'avait perdu que 2,0% au premier trimestre, moins que prévu, et le taux de chômage moyen sur trois mois avait même reculé à 3,9%, au lieu de monter comme s'y attendaient la plupart des économistes. Sans avoir encore tous les chiffres de la période de confinement, ceux dont nous disposons déjà confirment une chute libre de l'activité économique, qui nous a incités à réduire de nouveau notre estimation de croissance 2020, de -4,3% à -5,7%. En avril, les immatriculations d'automobiles étaient quasiment au point mort (-97% sur un an), les ventes de détail ont baissé de 18% par rapport à mars et les nouvelles inscriptions au chômage ont atteint un record, à 856 000. L'indice composite des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier n'indique pas d'amélioration en mai : à 28,9, l'indice instantané est ancré très loin dans la contraction, bien en deçà des PMI d'Allemagne, de France ou des Etats-Unis, où le déconfinement est plus avancé. Les nouveaux cas quotidiens de COVID-19 ne ralentissent que lentement dans le pays d'Europe qui compte dorénavant le plus de décès dus au virus. Un retour rapide à la normale semble donc exclu. Les magasins non essentiels ne pourront rouvrir qu'à partir du 15 juin et, quand les autres pays ouvrent leurs frontières aux touristes, le Royaume-Uni instaure des règles de quarantaine strictes à sa frontière. Il se peut donc que nos prévisions de croissance soient encore revues à la baisse.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2019 : 1,0%
2021 : 1,7%	2020 : 1,4%

La crise du coronavirus est désinflationniste par nature, comme l'a confirmé la faible inflation d'avril. L'indice sous-jacent a reculé à 1,4%, tandis que les bas prix de l'énergie portaient l'inflation totale à 0,8%. Nous prévoyons une nouvelle chute en mai avant que la reprise de l'activité, et peut-être un rebond des prix de l'énergie, ne normalisent les taux d'inflation.

## Suisse

### La pharmacie sauve l'économie

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -5,5%
2021 : 3,6%	2021 : 4,3%

Parallèlement au déconfinement mené en mai, plusieurs indicateurs à haute fréquence dénotent une reprise progressive. TrendEcon, indicateur calculé à partir des recherches sur Google, est revenu aux niveaux de début mars. L'indicateur de mobilité du KOF de l'ETHZ a récupéré à peu près la moitié de sa chute de mars. Les paiements par carte dans les magasins de proximité ont enregistré un nouveau pic annuel, en partie parce qu'ils ont remplacé le liquide et que les achats des touristes étrangers ont disparu. La courbe de température mise au point par les chercheurs Burri et Kaufmann de l'université de Neuchâtel à partir des statistiques des marchés financiers et des titres de la presse reste élevée mais ne cesse de refluer depuis son plus-haut de mi-mars. Tandis que l'incertitude reste très marquée, certains chiffres confortent notre vision plus optimiste que le consensus. En outre, la hausse annuelle de 0,8% de la production industrielle au premier trimestre montre que la composition de l'industrie en Suisse lui profite dans la crise actuelle, puisque la production pharmaceutique a augmenté de 26,7%, compensant la baisse enregistrée dans tous les autres secteurs manufacturiers. Nous pensons aussi que les conditions du retour d'un confinement à l'échelle nationale sont très loin d'être atteintes, en particulier en Suisse, où les équipements sanitaires de la plupart des cantons n'ont jamais craint la surchauffe. Malgré la reprise progressive de mai, nous pensons que le taux de chômage montera à 4,5% au second semestre, pour ne s'améliorer aux alentours de 4% que vers fin 2021.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,8%	2020 : -0,7%
2021 : 0,5%	2021 : 0,3%

Les prix à la consommation ont diminué de 1,1% sur un an en avril 2020, plus que nous ne le pensions. La déflation aurait atteint -0,6% sans la chute de 16,7% des prix des produits pétroliers. Les prix des biens, surtout importés, ont plus reculé que ceux des services. L'OFS note que, dans certaines catégories, seulement 25% à 75% des prix étudiés d'habitude étaient disponibles.

## Japon

### Victoire sur la deuxième vague

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,7%	2020 : -5,5%
2021 : 2,9%	2021 : 2,4%

Le Japon semble s'être bien sorti du numéro d'équilibriste entre maîtrise de l'épidémie et restrictions de la vie quotidienne. La deuxième vague d'infections qu'il a connue en avril reflue rapidement et l'Etat a mis fin à l'état d'urgence qu'il avait déclaré le 4 avril. Si la plupart des mesures de confinement étaient volontaires (notamment pour des raisons constitutionnelles), la brillante gestion de la deuxième vague montre que les Japonais ont suivi les recommandations officielles. L'impact sur l'économie en avril et mai sera tout de même notable. Si le PIB et les enquêtes du premier trimestre ont surpris dans le bon sens, les indicateurs de sentiment économique dénotent une forte contraction dans l'industrie comme dans les services en avril et en mai. Bizarrement, le Japon ne bénéficie toujours pas de la normalisation de l'économie chinoise. Le déficit commercial avec la Chine s'est fortement creusé en avril et la composante « Exportations » de l'indice des directeurs d'achats est tombée à son plus-bas absolu, à 30 points, en mai. Nous attendons toujours une amélioration en juin, mais le rebond sera sans doute modéré. En revanche, la réaction politique pourrait se révéler d'autant plus musclée et, d'après les médias, le second budget additionnel présenté par le gouvernement contiendrait davantage de dépenses publiques directes que prévu initialement.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,0%	2020 : -0,4%
2021 : 0,2%	2021 : 0,1%

L'inflation totale a chuté à 0,1% en avril et sera négative les mois suivants. Outre le recul des prix de l'énergie, les mesures du gouvernement pour l'école gratuite ont encore fait reculer l'indice des prix de l'éducation (-10% sur un an), tandis la baisse de la demande due au virus fait chuter les prix en particulier dans la composante « culture et divertissement ». Nous pensons que l'inflation mensuelle repassera en territoire positif d'ici au deuxième trimestre 2021.

## Chine

### Objectif de croissance abandonné

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,4%
2021 : 8,4%	2021 : 8,1%

Fait inédit depuis des décennies, le Congrès national du peuple, qui expose les orientations économiques et sociales de la Chine pour l'année, a annoncé l'abandon de l'objectif de croissance. Cette décision donne une idée de l'immense incertitude qui place sur l'impact économique de la pandémie. Le marché du travail devant jouer un rôle essentiel pour relancer la demande chinoise, le gouvernement a misé sur la stabilisation de l'emploi, ce qui a porté l'objectif de déficit budgétaire de 2,8% à 3,6%, et 1 000 milliards de yuans d'obligations affectées au COVID-19 seront émises pour soutenir le marché du travail. L'investissement dans des grands projets comme le réseau 5G ou les voitures électriques devrait aussi être revu à la hausse et reformera sans doute un jour le pilier de la croissance chinoise. Si le programme économique du pays n'a surpris personne, son projet de « loi sur la sécurité nationale » visant Hong Kong est plus inquiétant. Non seulement cette annonce a relancé les manifestations hong-kongaises, mais elle a exacerbé le conflit existant avec les Etats-Unis. Les tensions entre les deux pays se sont brusquement envenimées, pour glisser des questions commerciales aux domaines financier, technologique et géopolitique. Les discours sinophobes devraient se multiplier avec l'approche de la présidentielle américaine sachant que l'intransigeance à l'égard de la Chine reste un élément clé de la campagne de Donald Trump.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,0%	2020 : 3,1%
2021 : 2,0%	2021 : 1,9%

L'inflation totale d'avril a reculé davantage que prévu, du fait de la modération des prix alimentaires, en particulier ceux du porc, dont les stocks continuent de se reconstituer après le choc de la fièvre africaine qui avait décimé un tiers du cheptel de porcins de boucherie l'an dernier. L'inflation sous-jacente a également légèrement reculé pour atteindre un plus-bas à 1,1%, contre 1,2% précédemment, reflet d'une demande atone.

## 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

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Switzerland 2019

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Euro zone 2019

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 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., 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.