

Novembre/Décembre 2020

## A retenir

- Nous révisons en baisse nos prévisions de croissance suite aux reconfinements dus à la deuxième vague.
- Les élections américaines ne modifient pas nos perspectives économiques.
- Le lancement rapide et généralisé d'un vaccin pourrait changer complètement la donne l'an prochain.

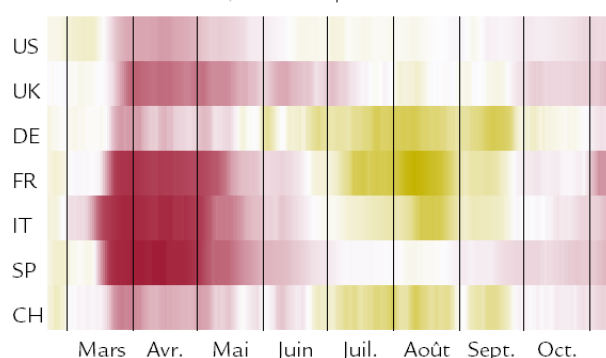
## Prévisions comparées

	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	-3.6% ↓	-3.7% ↑	2.4% ↓	3.8% ↑	1.2%	1.2%	1.9%	2.0%
Zone Euro	-6.8% ↓	-7.3% ↑	3.2% ↓	4.7% ↓	0.3% ↓	0.3%	1.0% ↓	0.9%
Allemagne	-5.5% ↓	-5.5%	2.2% ↓	3.8% ↓	0.5% ↓	0.5%	1.5% ↓	1.5%
France	-8.7% ↓	-9.5%	4.7% ↓	5.9% ↓	0.5% ↓	0.5%	1.1% ↓	0.8% ↓
Royaume-Uni	-10.5% ↓	-11.0% ↓	3.9% ↓	4.7% ↓	0.8%	0.9%	1.5%	1.5%
Suisse	-3.8%	-4.3% ↑	2.9% ↓	3.4% ↓	-0.7% ↓	-0.7% ↑	0.5% ↓	0.2%
Japon	-4.8%	-5.5% ↑	2.6%	2.5%	0.1%	0.0%	0.0% ↓	0.0%
Chine	2.0% ↓	2.0% ↓	8.2% ↑	7.9%	2.7%	2.7% ↓	1.9%	1.9% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 09.11.2020

## Graphique du mois

Indices des déplacements de Google en 2020  
Moyenne Boutiques & Loisirs, Commerces alimentaires & Pharmacie,  
Parcs, Arrêts de transports en commun



L'Europe a rétabli des confinements nationaux face à l'ampleur imprévue de la deuxième vague de COVID-19. Ces mesures se ressentiront certes sur les indicateurs de déplacements, mais aussi sur l'ensemble de l'activité économique du quatrième trimestre. L'hémisphère nord devra passer son premier hiver de coronavirus sans vaccin, malgré des nouvelles encourageantes. L'effet sera plus marqué au Royaume-Uni et en France qu'en Allemagne ou en Suisse. Les deux premiers sont en effet presque revenus aux confinements du printemps, à cela près que les écoles, les usines et les chantiers restent ouverts. L'Allemagne est moins stricte concernant les loisirs, tandis que la Suisse s'en remet principalement aux cantons pour prendre des mesures plus sévères.

## Etats-Unis

### Le virus repasse au premier plan

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,6%	2020 : -3,7%
2021 : 2,4%	2021 : 3,8%

Les marchés financiers ont bien réagi au résultat des élections américaines. Premièrement, si l'on s'attend à ce que le président élu Joe Biden reste ferme à l'égard de la Chine, sa politique sera sans doute bien plus prévisible et moins focalisée sur des menaces de droits de douane aux effets délétères. Deuxièmement, malgré les contestations (attendues) de Donald Trump, l'élection s'est déroulée de manière pacifique et équitable, ce qui réduit le risque d'une remise en cause interminable, voire violente, des résultats. Troisièmement, le raz-de-marée démocrate qu'attendaient la majorité des sondeurs n'a pas eu lieu. Une division du Congrès entre les deux partis limitera considérablement la marge de manœuvre du gouvernement Biden, notamment sur le plan budgétaire, concernant le projet d'annulation partielle des baisses d'impôts votées sous Trump. Les démocrates pourraient cependant remporter le Sénat, dont deux sièges restent à pourvoir en Géorgie, où aura lieu un scrutin de ballottage le 5 janvier. Globalement, les élections ne modifient pas nos perspectives économiques, dont la révision en baisse s'explique par la résurgence de la pandémie. Peu de restrictions ont été imposées à ce jour car la plupart des Etats touchés sont ruraux mais nous pensons que le virus reviendra avec l'hiver vers les côtes très peuplées, où de nouvelles mesures pèseraient bien davantage sur l'économie.

#### Inflation

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

Comme prévu, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 1,7% en août et septembre après le net repli dû à la crise des mois précédents. Elle devrait rester dans cette zone jusqu'en mars 2021. De son côté, l'inflation totale devrait fortement fluctuer sous l'effet de la variation considérable des prix de l'énergie et des effets de base associés. Nous pensons qu'elle atteindra un plus-bas de 1% en décembre, avant de rebondir pour dépasser temporairement la barre des 2% au deuxième trimestre 2021.

## Zone euro

### Deuxième vague moins nocive

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -6,8%	2020 : -7,3%
2021 : 3,2%	2021 : 4,7%

De nouvelles statistiques à haute fréquence aident à mieux évaluer les dynamiques économiques à ce stade de la pandémie. Nous pensons que le PIB du troisième trimestre aura progressé de 11,6% en séquentiel, bien au-dessus des 9,6% qu'attendait le consensus Bloomberg ; or, le taux de croissance officiel de 12,7% s'est révélé encore supérieur. Toutes choses égales par ailleurs, un tel chiffre devrait nous inciter à relever considérablement nos prévisions pour 2020, mais la flambée de nouveaux cas de coronavirus et le durcissement des mesures imposées de ce fait par les pouvoirs publics affectent les dynamiques économiques. Actuellement, le confinement est relativement léger en Estonie ou en Finlande alors que l'Irlande, l'Autriche, l'Espagne ou la France ont repris quasiment les mêmes mesures qu'au printemps. Nous tablons dorénavant sur une chute du PIB de 0,7% au dernier trimestre 2020, soit bien moins qu'au deuxième trimestre. La situation diffère de l'incertitude de mars à bien des égards : nous avons une meilleure visibilité sur la durée possible d'un reconfinement, les déplacements individuels sont bien moins limités qu'en avril selon l'indice de Google, les chaînes logistiques mondiales sont rétablies et les exportateurs enregistrent une demande soutenue en Asie et aux Etats-Unis. Enfin, les craintes d'une crise financière ont disparu et l'espoir d'un vaccin s'est affirmé récemment.

#### Inflation

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

Les chiffres officiels dénotent une inflation toujours négative à l'orée du dernier trimestre 2020. Selon l'estimation préliminaire d'Eurostat, les prix à la consommation auraient reculé de 0,3% sur un an à fin octobre. Nous pensons que l'inflation restera négative jusqu'en janvier 2021. La perception du public semble différer totalement de ces statistiques puisque le taux d'inflation actuel moyen de la zone euro cité dans une enquête de la Commission européenne ressort à 7,5%.

## Allemagne

### Le spectacle est fini

#### Croissance du PIB

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

Le 2 novembre, l'Allemagne est entrée dans une phase de fermeture des lieux de sortie qui va durer au moins un mois. Les contacts sont limités à deux foyers et les restaurants, bars et autres lieux de loisirs sont fermés. Moins strictes qu'au printemps, ces mesures contre la flambée de Covid-19 sont plus dures que ce que nous attendions, d'où la révision en baisse de nos estimations de PIB. Les indices de déplacements de Google devraient refléter ces nouvelles restrictions (graphique du mois), censées, espérons-le, permettre d'atteindre rapidement un pic de nouveaux cas. Les faillites devraient augmenter dans les activités du tertiaire les plus touchées malgré le généreux plan de compensation du manque à gagner annoncé dernièrement. Nous attendons aussi un rebond du chômage, qui avait baissé de 6,4% cet été à 6,2% en octobre. Le secteur manufacturier pourrait toutefois poursuivre son redressement grâce au concours de la Chine et des Etats-Unis. La production industrielle a augmenté de 1,6% en septembre, moins que prévu par le consensus, mais l'indice des directeurs d'achats du secteur pour octobre a encore crû à 58,2 points, solidement ancré dans la zone d'expansion. Nous pensons néanmoins que la croissance va stagner au quatrième trimestre, pour ne repartir que doucement pendant l'hiver. La hausse du PIB du troisième trimestre supérieure aux attentes (8,2% sur trois mois contre 7,7%) amortit un peu l'effet sur 2020 mais le report statistique entraîne une réduction de 4,1% à 2,2% de notre projection de croissance du PIB en 2021.

#### Inflation

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

L'indice harmonisé des prix à la consommation est resté négatif en septembre et octobre (-0,4% et -0,5% sur un an), toujours influencé avant tout par l'effet de base des prix de l'énergie et par la baisse de TVA de l'été. Les chiffres détaillés de l'inflation d'octobre seront publiés après la clôture de la rédaction mais il ne fait aucun doute que la pandémie a eu jusqu'ici un effet déflationniste.

## France

### Explosion du chômage

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,7%	2020 : -9,5%
2021 : 4,7%	2021 : 5,9%

Le Covid-19 avait déjà durement touché l'économie française lors de la première vague. Le choc devrait se révéler encore plus dur au quatrième trimestre en raison du reconfinement plus strict qu'ailleurs auquel a dû se résoudre le gouvernement. Le secteur manufacturier sera moins touché cette fois-ci qu'au printemps car les chaînes logistiques mondiales sont rétablies tandis que la demande d'Asie et des Etats-Unis reste plutôt insensible à l'évolution de la pandémie en Europe. Il s'ensuit que de nombreuses enquêtes sur le secteur manufacturier donnent des résultats supérieurs à ce que craignaient les analystes jusqu'ici pour ce trimestre. L'indice définitif des directeurs d'achats du secteur manufacturier d'octobre (PMI) a même légèrement dépassé l'estimation préliminaire, suggérant que la dégradation de la situation médicale des derniers jours d'octobre n'aurait que peu affecté l'activité industrielle et les nouvelles commandes. Il n'en va pas de même pour les services, dont les perspectives à court terme se sont indéniablement assombries : le PMI du secteur tertiaire est inférieur depuis deux mois au seuil d'expansion de 50 points et la montée du taux de chômage, de 7% au troisième trimestre à 8,8%, altère le moral des ménages. Contrairement aux autres pays européens, le deuxième confinement se ressent très clairement en France sur les déplacements individuels, concernant le temps passé dans les magasins et espaces de loisirs. Face à la dégradation de ces conditions, nous abaissons de -8% à -8,7% notre prévision de croissance pour 2020.

#### Inflation

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

L'inflation annuelle est passée de 1,7% en janvier à zéro en octobre, avec des fluctuations extrêmes dues au décalage des facteurs saisonniers par rapport aux années « normales ». Cette volatilité devrait s'apaiser ces prochains mois mais les entreprises du tertiaire positionnées sur le marché intérieur auront sans doute du mal à relever leurs prix, ce qui laisse prévoir une faible pression inflationniste au premier trimestre 2021.

## Royaume-Uni

### Même pas eu le temps de respirer

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -10,5%	2020 : -11,0%
2021 : 3,9%	2021 : 4,7%

La deuxième vague de coronavirus a touché une économie qui s'était à peine remise du premier assaut. Nous estimons que le PIB britannique n'était qu'à 94% environ de son niveau d'avant la crise en septembre, loin derrière l'Allemagne, la France (estimées à 97%) ou même l'Italie (96%). La succession de coups de frein et d'accélération constatée ailleurs en Europe a pris une nouvelle dimension outre-Manche, où le gouvernement subventionnait les ménages pour manger à l'étranger en août avant de refermer tous les bars et restaurants lors du reconfinement de novembre. Les commerces non essentiels restent également fermés mais l'envolée des ventes en ligne et le fait que les écoles et les usines restent ouvertes pourrait limiter la casse économique cette fois-ci. Comme en outre le taux d'utilisation des capacités part de bien plus bas qu'au printemps, le deuxième confinement devrait causer une chute mensuelle du PIB de « seulement » 5,4% en novembre, environ un quart de l'effondrement d'avril. Quant au Brexit, nous tablons toujours sur une issue favorable, l'élection de Joe Biden à la présidence américaine ayant accru la pression sur le gouvernement britannique pour trouver un accord commercial avec l'UE. Les démocrates américains ont d'ailleurs reproché au projet de loi sur le marché intérieur, censé pousser l'UE au compromis, de menacer la paix en Irlande du Nord. Ce texte, actuellement bloqué au parlement et susceptible d'empêcher tout accord commercial transatlantique, ne fait donc plus peur à personne.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,8%	2020 : 0,9%
2021 : 1,5%	2021 : 1,5%

Le programme de subvention des repas au restaurant avait tiré l'inflation à la baisse en août, avant un rebond technique en septembre à respectivement 0,5% et 1,3% pour l'inflation totale et sous-jacente. La première devrait rester inférieure à la seconde ces prochains mois en raison de la modération des prix de l'énergie, avant que le retour au taux de TVA normal ne la fasse remonter au-dessus de 1% début 2021.

## Suisse

### Une île au cœur de l'Europe

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,8%	2020 : -4,3%
2021 : 2,9%	2021 : 3,4%

La Suisse ayant choisi une voie moins stricte que d'autres pour faire face à la deuxième vague du virus, les données à haute fréquence indiquent que les retombées sur son économie seraient moins sévères que lors du premier confinement. Début novembre, les indices de déplacements de Google reflétaient une fréquentation des commerces et lieux de loisirs inférieure de 28% au niveau de février. A son plus-bas, la première semaine d'avril, elle n'était qu'à un cinquième de ce niveau. Les statistiques d'utilisation des cartes bancaires et les ventes d'automobiles d'octobre dénotaient encore une belle résistance de la consommation privée. Les chaînes logistiques mondiales sont rétablies et opérationnelles, même dans les régions ayant instauré des mesures plus strictes que la Confédération suisse. Nous abaissons nos hypothèses pour le dernier trimestre 2020, qui ne devrait accuser un recul temporaire que de -0,5%. Quoique modéré, il ne doit pas occulter les effets à long terme de la récession : d'autres données à haute fréquence indiquent qu'un nombre croissant d'actifs qui redoutent de perdre leur poste actuel recherchent activement un emploi. Le chômage devrait selon nous dépasser 4% au premier trimestre 2021 et nous prévoyons également une augmentation des faillites. L'arrivée rapide et généralisée de vaccins contre le virus changerait la donne et déboucherait sans doute sur un redémarrage de la croissance dès l'an prochain, un scénario qui semble plus probable au vu des dernières nouvelles.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,7%	2020 : -0,7%
2021 : 0,5%	2021 : 0,2%

L'indice annuel des prix à la consommation devrait rester négatif jusqu'à début 2021, lorsque se dissipera l'effet de base de l'extrême faiblesse des prix de l'énergie. Face à une inflation d'octobre un peu inférieure à nos attentes, nous avons dû légèrement réduire notre estimation annuelle. En détail, l'enquête du SECO sur la confiance des consommateurs montre que les prévisions d'inflation restent bien ancrées chez les ménages.

## Japon

### Hausse de la demande extérieure

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -4,8%	2020 : -5,5%
2021 : 2,6%	2021 : 2,5%

La récente flambée des nouveaux cas de coronavirus en Europe et les dynamiques régionales aux Etats-Unis, où l'on observe une forte corrélation entre les températures et les taux d'infection, suggèrent que le COVID-19 suivrait une évolution saisonnière qui touchera inévitablement le Japon cet hiver. L'accélération des contagions y a d'ailleurs commencé, notamment dans l'île la plus septentrionale, Hokkaido, ce qui menace la lente reprise en cours, surtout dans les services, mais ne devrait pas déclencher de mesures punitives sachant que le gouvernement a pu jusqu'ici compter sur la population pour réduire volontairement les interactions sociales. Le nouveau gouvernement de Yoshihide Suga continue d'accroître les dépenses publiques et vient d'annoncer encore un budget supplémentaire pour soutenir la reprise. La demande extérieure devrait aussi profiter à l'économie japonaise ces prochains mois puisque ses deux principaux partenaires commerciaux, la Chine et les Etats-Unis, connaissent un solide redressement. La composante Commandes à l'export de l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier est ainsi passée en territoire expansionniste pour la première fois depuis deux ans. La production industrielle n'a cessé de remonter depuis mai, pour atteindre environ 92% du niveau d'avant la crise en septembre, grâce à la nette remontée d'un secteur automobile qui avait particulièrement souffert de la crise du Covid-19.

#### Inflation

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

En octobre, l'inflation totale annuelle est tombée en dessous de zéro pour la première fois en quatre ans, à -0,3%, suite à la disparition des effets de base positifs liés au relèvement de la taxe sur la consommation de l'an dernier. Comme cette hausse n'a été répercutée que progressivement sur les prix à la consommation, l'inflation devrait reculer encore, jusqu'à -0,8% en janvier.

## Chine

### La technologie avant tout

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,0%	2020 : 2,0%
2021 : 8,2%	2021 : 7,9%

L'économie a progressé de 4,9% sur un an au troisième trimestre, moins que ne le prévoient nos estimations et celles du consensus, d'où la réduction de notre projection de croissance du PIB 2020 de 2,5% à 2,0%. Malgré cette reprise plus lente que prévu, les indicateurs mensuels d'activité dénotent une dynamique de l'économie chinoise intacte. En particulier, l'accélération des ventes de détail de septembre (+3,3% par rapport à l'année dernière), confirme une nette amélioration de la demande privée et la généralisation de la reprise de l'économie chinoise, qui fut d'abord inégalement répartie et tirée par le secteur industriel. La Chine a en outre donné un premier aperçu de son nouveau plan quinquennal. Les détails n'en seront dévoilés qu'au prochain Congrès national du peuple, au printemps, mais un de ses messages clés met résolument l'accent sur le progrès technologique. L'exigence d'autosuffisance dans ce domaine est notamment très élevée pour répondre aux menaces de restriction des importations étrangères, surtout américaines. Le pays devrait donc augmenter les investissements pour la recherche dans des domaines comme les semi-conducteurs et les biotechnologies. Sous Joe Biden, l'imposition unilatérale de droits de douane ne constituera plus l'unique outil de politique économique avec la Chine mais le pays va continuer de s'affirmer et les tensions avec les Etats-Unis ne devraient pas disparaître de sitôt.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,7%	2020 : 2,7%
2021 : 1,9%	2021 : 1,9%

La détente des prix du porc a sensiblement ralenti l'inflation totale de septembre, publiée à 1,7% contre 2,4% en août. Ce mouvement de cause à effet devrait se poursuivre. Entre-temps, malgré une modeste inflation sous-jacente de 0,5%, les prix des divertissements ont rebondi pour la première fois depuis mai, signe d'une reprise en cours dans le secteur tertiaire chinois.

## 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 Swiss Life Asset Management SA, 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, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité 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 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.