

Mai 2021

A retenir

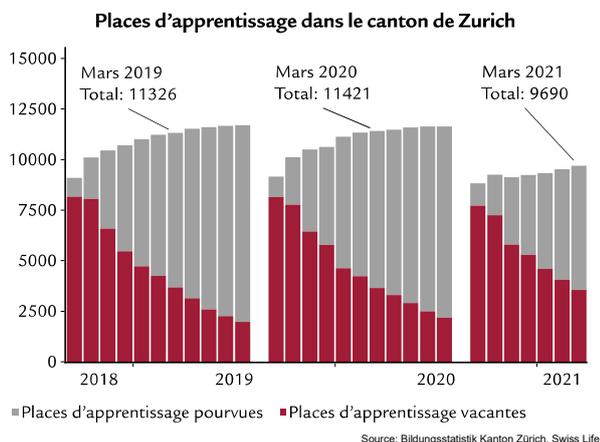
- Etats-Unis : l'épargne « excédentaire » des ménages alimente la consommation
- Zone euro : les plans d'investissement italiens attirent tous les regards
- La hausse forte, mais temporaire, des taux d'inflation, est sur toutes les lèvres

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2021		Croissance du PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	5,6% ↑	6,2% ↑	3,3%	4,1% ↑	2,7% ↑	2,6% ↑	2,2%	2,3% ↑
Zone euro	4,4%	4,2% ↓	3,0%	4,3% ↑	1,5%	1,6% ↑	1,2%	1,3%
Allemagne	3,5%	3,3% ↓	3,0%	4,1% ↑	2,1%	2,1% ↑	1,2%	1,6%
France	6,3%	5,3% ↓	2,9%	3,9% ↑	1,3%	1,2% ↑	1,3%	1,1%
Royaume-Uni	5,3%	5,4% ↑	4,3%	5,6% ↓	1,4%	1,6%	1,6%	2,1% ↑
Suisse	3,6%	3,3% ↑	2,2%	2,9%	0,5%	0,4% ↑	0,7%	0,5%
Japon	2,9%	2,8%	1,8%	2,4% ↑	0,1%	0,0% ↑	0,4%	0,5%
Chine	8,2% ↓	8,7%	5,4% ↑	5,5% ↑	1,4%	1,5%	2,1%	2,2% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 avril 2021

Graphique du mois



Contrairement aux précédentes récessions, le point de bascule cyclique est intervenu tôt concernant le chômage, en Suisse dès janvier 2021 à 3,5%. En Europe, les généreux programmes de chômage partiel ont entraîné une variation étonnamment faible du nombre de demandeurs d'emploi. D'après les indicateurs avancés, le tertiaire crée à nouveau des postes. Mais la crise devrait aussi causer des dégâts structurels sur le marché du travail, surtout dans les secteurs très affectés. De plus, jeunes diplômés et en fin de scolarité devraient pâtir de politiques de recrutement plus prudentes : dans le canton de Zurich, par exemple, le nombre de places d'apprentissage est en nette baisse cette année.

Etats-Unis

L'épargne au poing

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,6%	2021 : 6,2%
2022 : 3,3%	2022 : 4,1%

En 2021, les Etats-Unis devraient être le fer de lance de l'économie mondiale. Alors qu'en Chine, la politique freine la croissance et que l'économie européenne ploie sous le fardeau durable des restrictions, les Etats-Unis affichent une solide croissance constante depuis l'effondrement du 1^{er} semestre 2020. Le PIB devrait dépasser son niveau pré-crise dès ce trimestre, porté par une campagne vaccinale éclair et une série de plans de relance. Les ventes au détail semblent suivre le rythme des chèques de relance des ménages américains. Leur multiplication en janvier et mars 2021 a alimenté des taux de croissance respectifs de 8% et 10%. Est-ce un feu de paille? Nous ne le pensons pas. Depuis mars 2020, le taux d'épargne mensuel moyen est de 17,5% du revenu disponible, contre seulement 7,7% en 2018-2019. Depuis le début de la pandémie, les ménages américains ont accumulé une épargne « excédentaire » totale de 1900 milliards de dollars (8,9% du PIB). Même s'il est inégalement réparti et qu'une partie a été utilisée pour se désendetter ou investir, ce pécule est une véritable « munition » pour porter la consommation privée ces prochains mois. Mais une fois l'économie totalement rouverte, la vente au détail pèsera moins, et des secteurs comme le tourisme, les loisirs ou la santé profiteront.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,7%	2021 : 2,6%
2022 : 2,2%	2022 : 2,3%

La hausse des prix de l'énergie en mars a eu plus d'effet que prévu, notamment du fait de celle des prix des services de transport. Alimenté par un net effet de base (les prix se sont effondrés en mars 2020), le taux d'inflation est passé de 1,7% en février à 2,6% en mars. Nous prévoyons une autre hausse bien au-delà de 3% au 2^e trimestre, avant une détente.

Zone euro

Les yeux rivés sur l'Italie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,4%	2021 : 4,2%
2022 : 3,0%	2022 : 4,3%

L'accord sur le fonds de relance à l'été 2020, aux côtés des mesures de soutien de la politique monétaire et des programmes de chômage partiel des différents Etats membres, a été la clé de voûte pour limiter l'impact économique de la pandémie. C'était aussi une tentative de contrer précocement les dommages indirects comme ceux observés après la crise de 2008. Près d'un an plus tard, on constate que pour le sud de l'Europe, les pires craintes ne se sont pas matérialisées. Le chômage n'a pas augmenté dans la même mesure qu'en 2008, et la prime de risque sur les emprunts d'Etat italiens ou espagnols n'a pas nettement rebondi. Toutefois, les investisseurs suivent toujours l'Italie de près. Le gouvernement de Mario Draghi a présenté un plan d'investissement pour l'aide à la reconstruction, doté de 200 milliards d'euros. Les moyens mis sur la table représentent 11% du PIB nominal 2021 et devraient être répartis sur cinq ans, principalement dans des projets d'amélioration des soins médicaux, des infrastructures ferroviaires et de la numérisation. Des projets de rénovation écologique dans le secteur de la construction sont aussi encouragés. Madrid prévoit également de tels plans. Ces Etats vont augmenter d'environ un tiers leurs dépenses d'investissement ces prochaines années, par rapport au passé récent.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,6%
2022 : 1,2%	2022 : 1,3%

La hausse de l'inflation se poursuit au 2^e trimestre. Dans quatre des Etats membres de l'UEM, elle est au moins de 1,8% annuellement, soit proche ou au-dessus de la cible de la BCE. Nous prévoyons d'ici au 4^e trimestre, pour l'ensemble de la zone euro, une hausse intermédiaire du taux d'inflation à 1,8%.

Allemagne

Retour à la croissance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,3%
2022 : 3,0%	2022 : 4,1%

Alors qu'un peu partout en Europe, l'heure est à l'assouplissement, ou tout du moins à sa perspective, l'Allemagne a récemment renforcé ses mesures. Seul l'avenir révélera l'impact de cette uniformisation des mesures à l'échelon fédéral sur la reprise économique. Au début du 2^e trimestre, les indicateurs classiques du moral des entrepreneurs affichent une belle tenue, notamment le PMI industriel qui signale un très fort rebond des commandes d'après les premières lectures, tant sur le marché intérieur que depuis l'étranger. La reprise pour les entreprises du tertiaire axées sur le marché domestique et diversement impactées par les restrictions devrait toutefois attendre encore un peu. Les chiffres officiels du PIB du 1^{er} trimestre 2021 seront présentés le 30 avril. Nous tablons sur un repli de 1,5% par rapport au trimestre précédent, soit l'exacte prévision du consensus d'après une étude de Bloomberg. Nous prévoyons toujours une hausse du PIB de 3,3% pour le trimestre en cours, une estimation étayée par des données conjoncturelles à haute fréquence. L'indice d'activité hebdomadaire (WAI) de la Banque fédérale d'Allemagne pour la semaine jusqu'au 25 avril affiche de nouveau une croissance sur une période trimestrielle mobile, une première depuis la dernière semaine de janvier 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%
2022 : 1,2%	2022 : 1,6%

En Allemagne, les analystes qui mettent toujours en garde contre l'inflation se feront à nouveau entendre ces prochains mois. En effet, le risque d'inflation dans le monde développé est à son plus haut en vingt ans du fait de la politique monétaire et budgétaire coordonnée. La hausse du taux d'inflation en Allemagne à un peu moins de 3% à fin 2021 ne sera toutefois que temporaire.

France

Politique budgétaire en perfusion

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,3%	2021 : 5,3%
2022 : 2,9%	2022 : 3,9%

La campagne française de vaccination s'amplifie : mesuré au nombre de doses administrées pour 100 habitants, l'Hexagone a rejoint le club des 30 pays à la progression la plus rapide. En comparaison européenne, des mesures strictes s'appliquent encore, mais avec des assouplissements désormais en ligne de mire. Les données de l'enquête sur le climat des affaires révèlent une situation économique étonnamment solide. Moins surprenante, la quasi-immunité de l'activité industrielle au train de mesures de ce printemps, car Paris a elle aussi veillé à maintenir intactes les chaînes de livraison. Selon une enquête de l'INSEE, le moral des entreprises industrielles est au plus haut depuis deux ans, bien au-delà de la moyenne à long terme. Mais la grande surprise est venue du dynamisme du tertiaire : selon les indicateurs avancés du PMI, le secteur s'est globalement repris en avril, une première depuis août 2020. Cette évolution limite le risque d'une forte hausse du chômage d'ici l'élection présidentielle en mai 2022. Toutefois, le maintien des exemptions dans les procédures d'insolvabilité et la coordination des prêts aux entreprises entre autorités publiques et secteur privé soulignent la nécessité de poursuivre les efforts de politique budgétaire pour lutter contre la crise.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,3%	2021 : 1,2%
2022 : 1,3%	2022 : 1,1%

Nous maintenons inchangée notre prévision d'inflation annuelle moyenne à 1,3%. Les chiffres seront comme toujours fortement influencés par l'effet de base sur les prix de l'énergie. Il reste également difficile de mesurer avec justesse les prix dans le secteur de l'hôtellerie-restauration tant que l'offre ne peut pas être proposée dans son cadre habituel.

Royaume-Uni

L'exemple à suivre pour l'Europe

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,3%	2021 : 5,4%
2022 : 4,3%	2022 : 5,6%

La campagne britannique de vaccination s'est quelque peu essoufflée en mars, les livraisons tardant et les populations plus jeunes étant exclues du public cible du vaccin d'AstraZeneca. Cela n'enlève rien à la grande réussite de la campagne : à la clôture de la rédaction, 50% de la population avait déjà reçu au moins une dose, plus que tout autre pays d'Europe, à l'exception du micro-Etat de Saint-Marin. Courageuse, la stratégie britannique d'administrer une première dose à autant de personnes que possible le plus rapidement possible s'avère jusqu'ici payante. Les hospitalisations ont bien plus fortement reculé chez les publics âgés vaccinés en priorité que chez les plus jeunes. Avec un confinement strict, les nouveaux cas et décès se sont littéralement effondrés. La Grande-Bretagne montre ainsi aux autres pays d'Europe ce qui les attend au cours du 2^e trimestre, non seulement sur le plan médical, mais économique également. Le climat dans le secteur des services s'est encore amélioré en avril, le PMI correspondant dépasse tous les autres pays européens sur place et s'établit à son plus haut depuis 2013. Cela annonce un revirement sur le front de l'emploi : en février, le taux de chômage – publié outre-Manche sous forme de moyenne trimestrielle – recule pour la première fois depuis le début de la pandémie, passant de 5,1% à 4,9%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,4%	2021 : 1,6%
2022 : 1,6%	2022 : 2,1%

Comme en février, l'inflation a été étonnamment faible en mars 2021 (0,7%), notamment du fait de prix des denrées alimentaires en baisse. La réouverture progressive de l'économie devrait toutefois alimenter une rapide normalisation de l'inflation – nous tablons sur un taux moyen de 1,5% au 2^e trimestre.

Suisse

Quasi-retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,6%	2021 : 3,3%
2022 : 2,2%	2022 : 2,9%

Les étapes de réouverture initiées depuis mars alimentent la réaccélération de la dynamique économique intérieure, et les données économiques positives ont afflué dernièrement. Sur le marché du travail, le pic du taux de chômage à 3,5% semble avoir été dépassé dès janvier, alors que nous attendions ce point de bascule pour le mois d'avril. Nous révisons également notre prévision de taux de chômage moyen pour 2021, de 3,6% auparavant à 3,2% aujourd'hui. La crise devrait détruire moins d'emplois que prévu, un constat recoupant les observations ailleurs en Europe et s'expliquant par la réponse budgétaire massive. Des questions restent en suspens. On ne sait toujours pas dans quelle mesure le marché du travail pourra absorber les nouveaux diplômés des hautes écoles et les jeunes en fin de scolarité (cf. page 1) ou si la fin du chômage partiel fera bondir le nombre de demandeurs d'emploi. Nous prévoyons toujours que le PIB réel de la Suisse aura retrouvé son niveau du 4^e trimestre 2019 dès le 3^e trimestre 2021. Outre l'étonnante résilience de larges pans de l'économie tertiaire domestique, le secteur manufacturier profite de la forte demande de l'étranger. Comme ailleurs en Europe, le PMI industriel est proche de ses sommets historiques. Le fait que les exportations vers la Chine aient atteint un nouveau record en mars s'inscrit dans ce contexte.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,4%
2022 : 0,7%	2022 : 0,5%

En Suisse aussi, le risque de hausse de l'inflation anime le marché. Au 1^{er} trimestre, le volume de recherche du terme « inflation » mesuré par Google a atteint son plus haut depuis 2011. En effet, le taux d'inflation ira jusqu'à 1,0% d'ici décembre 2021. Selon nous, il s'agit d'une hausse temporaire, notamment alimentée par la hausse des prix de l'énergie et la demande accumulée.

Japon

Troisième état d'urgence

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,8%
2022 : 1,8%	2022 : 2,4%

Au Japon, plusieurs préfectures ont à nouveau déclaré l'état d'urgence, car les nouveaux cas augmentent nettement depuis mars. Cette troisième vague est particulièrement problématique, car l'immunité de la population âgée est largement insuffisante. La vaccination avance à pas de fourmi et le variant dit indien, présumé plus problématique, a été détecté sur le sol nippon. A l'instar de ses homologues européens, le gouvernement japonais a révisé ses objectifs de vaccination, mais dans les circonstances actuelles – manque de personnel et de vaccins – celui d'avoir vacciné fin juillet au moins les populations les plus âgées apparaît de plus en plus ambitieux. Cette évolution fait peser un risque baissier sur notre prévision de PIB, qui après un repli au premier trimestre, table sur une solide croissance au deuxième. Les indicateurs de mobilité, relativement bien corrélés à ceux de la consommation, ont nettement reculé en avril après un rapide rebond février-mars. L'industrie demeure la principale lueur d'espoir : les commandes, notamment depuis l'étranger, ont nettement progressé en avril, et contrairement à l'Europe et aux Etats-Unis, les difficultés d'approvisionnement semblent moins peser sur la production. Selon la dernière enquête auprès des directeurs d'achat, les délais de livraison et prix des intrants ont progressé moins fortement qu'ailleurs.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,1%	2021 : 0,0%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

Après six mois de déflation, un relâchement côté prix se dessine depuis avril. Des effets de base positifs de l'énergie et le yen plus faible y ont contribué, ainsi que le revirement sur le marché de l'emploi, alimentant une légère hausse des prix à la production pour les prestataires de services. La hausse sera toutefois modeste et nous prévoyons que l'inflation atteindra un sommet cyclique de seulement 0,8% en décembre 2021, avant de faiblir en 2022.

Chine

Mutation des relais de croissance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,2%	2021 : 8,7%
2022 : 5,4%	2022 : 5,5%

L'économie chinoise a progressé de 18,3% au 1^{er} trimestre. Un record qu'il convient toutefois de contextualiser, car c'est une comparaison avec la très faible base de l'an dernier lorsque Pékin ordonnait un confinement généralisé face au pic épidémique. La croissance en comparaison trimestrielle suggère en revanche une dynamique qui reflue. Cet affaiblissement progressif s'explique par deux facteurs principaux. Primo, les restrictions de déplacement lors du Nouvel An en février, visant à contenir une nouvelle flambée des cas, et secundo, la normalisation de la politique budgétaire et monétaire, pesant sur les investissements. La croissance chinoise devrait reprendre de la vigueur ces prochains trimestres. De meilleures conditions de marché du travail, une épargne excédentaire et une moindre incertitude quant à la pandémie devraient porter la consommation ces prochains mois. Les ventes au détail de mars ont nettement progressé, dépassant les prévisions du consensus. En parallèle, la reprise de l'économie mondiale va soutenir les exportations chinoises. Les investissements, principal moteur de croissance en 2020, devraient en revanche faiblir, car le gouvernement chinois vise à contenir les risques financiers et à limiter l'octroi de crédits, notamment au secteur immobilier lourdement endetté.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,4%	2021 : 1,5%
2022 : 2,1%	2022 : 2,2%

En Chine, l'inflation a légèrement augmenté en mars, passant de 0,3% à 0,4%. L'inflation sous-jacente affiche également une dynamique positive, car les prix des services culturels et billets de vols intérieurs ont grimpé, signe d'une reprise de la demande de consommation. Les prix à la production ont fortement accéléré, à 4,4%, portés par les cours élevés des matières premières, mais ils devraient refluer au deuxième semestre.

Economic Research



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



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



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



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



Rita Flier
Economist Quantitative Analysis
rita.flier@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 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.