

Septembre 2023

A retenir

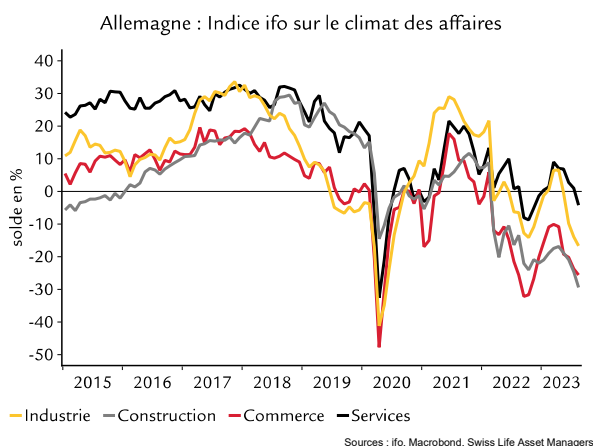
- Etats-Unis : la politique budgétaire expansionniste sape la politique monétaire et porte la croissance
- Zone euro : la dynamique reflue, mais la consommation pourrait redevenir un léger soutien
- Chine : les nouvelles difficultés du secteur immobilier devraient entraver un peu plus la croissance

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,1% ↑	1,9% ↑	0,4% ↑	0,6% ↑	4,0%	4,1%	2,8% ↑	2,6%
Zone euro	0,5% ↑	0,6% ↑	0,6% ↓	0,8% ↓	5,6% ↑	5,5% ↑	2,5% ↑	2,5% ↑
Allemagne	-0,4% ↓	-0,3%	0,2% ↓	0,9% ↓	6,0%	6,0% ↑	2,3%	2,6%
France	0,7% ↑	0,7% ↑	0,8% ↓	0,9%	4,8%	5,1%	2,1%	2,5%
Italie	0,9% ↓	1,0% ↓	0,5% ↓	0,7% ↓	6,0% ↓	6,0% ↓	2,1%	2,3% ↓
Espagne	2,1% ↑	2,1%	1,2%	1,4% ↓	3,7% ↑	3,5% ↓	2,4% ↑	2,8% ↓
Royaume-Uni	0,2% ↑	0,2% ↑	0,3% ↓	0,4%	7,3% ↓	7,3% ↓	2,9%	3,0% ↓
Suisse	0,5% ↓	0,7% ↓	1,0% ↓	1,4%	2,1%	2,3%	1,6%	1,5%
Japon	1,8% ↑	1,4% ↑	0,6% ↓	1,0%	3,0% ↑	3,0% ↑	1,6% ↑	1,7%
Chine	5,0% ↓	5,3% ↓	4,7% ↓	4,7% ↓	0,5% ↓	0,8% ↓	1,2% ↓	2,0% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 7 août 2023

Graphique du mois



Les dernières enquêtes auprès des entreprises allemandes affichent des résultats moroses. Tandis que l'industrie, la construction et le commerce de détail sont à la peine depuis longtemps, le pessimisme gagne aussi le tertiaire. En août, l'indice ifo du climat des affaires est négatif pour ce secteur, avec une dégradation de la situation actuelle et des prévisions. Le PMI des prestataires de services d'août reflète cet assombrissement et se trouve désormais nettement en deçà du seuil de croissance des 50 points. Il semble de plus en plus probable que l'Allemagne enregistrera une croissance négative au 2^e semestre également.

Etats-Unis

La politique budgétaire accélère

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 1,9%
2024: 0,4%	2024: 0,6%

Les dernières données économiques américaines ont livré une bonne surprise. Après une croissance du PIB annualisée de 2,4% au 2^e trimestre, l'indicateur « GDP Now » de la Fed d'Atlanta table même sur une accélération au 3^e. En effet, les chiffres de l'industrie et des ventes au détail en juillet sont excellents. Selon nous, il faut relativiser ces données d'activité en raison de facteurs spécifiques. De plus, la croissance devrait être plus faible ces prochains trimestres et une récession arriver en 2024, avec un peu de retard. Les derniers chiffres indiquent une fois de plus qu'il faudra attendre plus longtemps que prévu avant que les hausses de taux produisent leur effet. Jerome Powell, président de la Fed, a fait le même constat lors de son discours à Jackson Hole. C'est pour nous un signe supplémentaire qu'en cas de réaccélération inattendue de l'économie américaine, en lieu d'un atterrissage en douceur, ce sont de nouvelles hausses de taux pour contenir les risques d'inflation qui s'annoncent. La politique budgétaire est un facteur de croissance que nous avions sous-estimé. De faibles recettes fiscales en 2023 conjuguées à la hausse des dépenses publiques et des charges d'intérêts ces douze derniers mois ont fortement érodé le budget fédéral. La politique budgétaire contrecarre ainsi les efforts de la politique monétaire pour contenir les risques d'inflation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,0%	2023: 4,1%
2024: 2,8%	2024: 2,6%

Pour la première fois depuis le pic de juin 2022, l'inflation globale a augmenté, de 3,0% à 3,2%, notamment du fait de la disparition d'effets de base liés à l'énergie. L'inflation sous-jacente a reculé de 4,8% à 4,7%, mais reste bien supérieure à l'objectif de la Fed en raison de la forte inflation des services. Comme la récession pourrait arriver un peu plus tard que prévu, la désinflation pourrait traîner, ce qui explique le relèvement de notre prévision d'inflation pour 2024.

Zone euro

La consommation à la rescousse ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,6%
2024: 0,6%	2024: 0,8%

La croissance du PIB au 2^e trimestre en zone euro (+0,3%) a livré une bonne surprise, mais elle était fortement liée aux chiffres irlandais volatils. Autriche, Chypre, Italie, Lettonie, Portugal et Pays-Bas ont signé une croissance négative. Ce dernier pays, cinquième plus grande économie de la zone euro, se trouve ainsi en récession technique au premier semestre. L'UEM a entamé le 3^e trimestre avec des données globalement décevantes. En août, le PMI du secteur tertiaire a surpris en glissant sous le seuil de croissance des 50 points. L'atonie des nouvelles commandes reçues est très inquiétante. La valeur stagne nettement en territoire négatif pour l'industrie également, malgré un léger rebond dernièrement. Nous prévoyons une croissance proche de ou légèrement inférieure à 0% au 2^e semestre en zone euro. La consommation des ménages pourrait modestement aider, car le recul de l'inflation conjugué à la hausse des salaires pourrait être bénéfique au pouvoir d'achat. Les enquêtes auprès des ménages montrent ainsi une amélioration de la situation financière attendue l'an prochain. La crainte du chômage demeure relativement faible. Toutefois, l'épargne théorique augmente bien plus vite que les dépenses prévues pour les achats importants. Un boom de la consommation ces prochains mois semble donc exclu.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,6%	2023: 5,5%
2024: 2,5%	2024: 2,5%

En juillet, l'inflation globale en zone euro est passée de 5,5% à 5,3%. Les prix de l'énergie ont à nouveau pesé, et l'effet de ceux des denrées alimentaires et des biens s'est encore affaibli. La détente attendue dans les prix des services ne s'est pas produite, la contribution des ces derniers à l'inflation a même atteint de nouveaux sommets. Par conséquent, l'inflation sous-jacente stagne à 5,5%, dépassant la globale, ce qui ne devrait pas changer d'ici la fin de l'année.

Allemagne Ralentissement persistant

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,4%	2023: -0,3%
2024: 0,2%	2024: 0,9%

Sans la contribution positive du poste résiduel « production en stock », l'économie allemande aurait également reculé au 2^e trimestre 2023. Seuls les investissements, après deux trimestres négatifs, ont été favorables. Consommation et importations ont stagné, et les exportations ont reculé. Nous abaïssons notre prévision de croissance pour le 2^e semestre, légèrement positive jusqu'ici ; les facteurs suivants nous convainquent d'un ralentissement persistant lors des deux prochains trimestres. Primo, le moral dans le tertiaire s'est récemment dégradé bien plus fortement que prévu (voir Graphique du mois). Secundo, l'économie chinoise ne cesse d'émettre des signaux négatifs. L'Allemagne y est particulièrement exposée et souffre en parallèle de la concurrence croissante des véhicules électriques chinois. Tertio, les récentes variations du prix du gaz en raison de menaces de grève en Australie ont révélé la précarité de la situation, malgré des réserves de gaz historiquement élevées. Au vu de cet environnement incertain, le rebond de la production gourmande en énergie pourrait prendre du retard. Quarto, les enquêtes auprès des ménages indiquent une amélioration des prévisions de revenus grâce à la baisse de l'inflation. Les intentions d'achat demeurent toutefois faibles et la crainte du chômage augmente. La consommation devrait donc apporter moins de soutien qu'escompté lors des prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 6,0%
2024: 2,3%	2024: 2,6%

Après une inflation des prix à la consommation toujours supérieure à 6% en juillet, cette valeur devrait glisser sous les 4% d'ici fin 2023. Les prix à la production ont baissé plus que prévu en juillet, ce qui devrait réduire progressivement la pression inflationniste sur ceux des biens. Les prix des services grimpent obstinément et les récentes enquêtes auprès des directeurs d'achat restent alarmantes, prévoyant même une accélération de la dynamique des prix.

France Nage à contre-courant

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,7%
2024: 0,8%	2024: 0,9%

L'un des projets ambitieux des organisateurs des JO de Paris 2024 est d'améliorer la qualité de l'eau de la Seine. A l'instar des athlètes, l'économie française doit actuellement nager contre de puissants courants. Selon les premiers rapports, la croissance du PIB au 2^e trimestre 2023 est une bonne surprise. Ce chiffre est toutefois à prendre avec des pincettes, car il est possiblement imputable à la livraison d'un paquebot titanesque. Il faudra attendre le 31 août pour avoir plus de détails. L'analyse d'une série d'indicateurs comme les enquêtes auprès des entreprises ou l'évaluation des ménages de leur situation économique révèle nettement et de façon univoque une dynamique conjoncturelle en repli. Avec la rentrée scolaire, un nombre croissant de ménages entend réaliser des économies sur son budget. Côté entreprises, les signes d'un repli de la demande de services se multiplient. Petite lueur d'espoir : la stabilisation du moral des entreprises dans l'industrie et du nombre d'annonces d'emploi mises en ligne. Nous maintenons notre avis : l'économie française est suffisamment solide pour éviter la récession. De grands projets d'infrastructure, et pas uniquement pour les JO, ainsi que les fruits des précédentes réformes du marché du travail y contribuent.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,8%	2023: 5,1%
2024: 2,1%	2024: 2,5%

Notre prévision d'inflation diverge considérablement de celle du consensus. La baisse des prix à la production devrait être répercutée sur les consommateurs finaux. Dans le commerce de détail, les grandes enseignes mènent des campagnes en ce sens, notamment dans le cadre d'un accord entre les partenaires économiques et sous la légère pression de l'exécutif. Notre prévision est exposée au risque des prix de l'énergie, qui ont globalement augmenté dernièrement.

Italie

Le bâtiment, source d'emplois

Grâce au boom économique post-covid, l'économie italienne a créé de nombreux emplois. Au 1^{er} trimestre 2023, il y avait 297 000 postes de plus qu'au 4^e trimestre 2019. Le secteur du bâtiment se taille la part du lion, avec 244 000 emplois créés. Il a profité d'une vague de rénovation qui jouissait de faveurs fiscales. Secteur en amont, l'industrie progresse aussi (+99 000 emplois), alors que le tertiaire stagne quasiment (+13 000). Le secteur primaire a lui détruit 59 000 emplois. Le point positif de ce boom de la construction est qu'il concerne tout le pays et l'emploi au sud et au centre a progressé plus fortement, en pourcentage, qu'au nord. De même, malgré le caractère probablement temporaire de l'embellie, de nombreux employés, femmes comme hommes, ont obtenu un CDI. Fait intéressant à noter : par tranche d'âge, c'est surtout l'emploi des 55-64 ans qui a nettement progressé depuis fin 2019 et – mais uniquement chez les hommes – celui des 15-24 ans. Les autres classes d'âge connaissent principalement une stagnation.

Espagne

Des salaires réels en hausse

Etonnamment, le taux d'inflation espagnol a de nouveau augmenté en juillet, à 2,1% en comparaison annuelle. La hausse des prix à la pompe, de l'alimentation et des voyages à forfait l'explique. Malgré cette hausse, l'évolution des salaires réels demeure positive, après que le pays a connu en 2022 une des plus fortes baisses de ces derniers au sein de la zone euro. Le fort repli de l'inflation y a aidé, de même que la hausse de 8% du salaire minimum cette année. La consommation des ménages, facteur clé de la croissance, devrait profiter de ce gain de pouvoir d'achat. Ainsi, nous prévoyons une croissance du PIB espagnol de 2.1% en 2023, nettement supérieure à la moyenne de l'ensemble de l'UEM. La seule ombre au tableau est l'incertitude politique : après un scrutin serré, la formation d'un gouvernement s'annonce complexe. Alberto Feijóo, leader de l'opposition, a été chargé de former un gouvernement, mais il n'a pas encore suffisamment de soutien de la part des autres partis.

Suisse

Au bord de la récession

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,7%
2024: 1,0%	2024: 1,4%

La première estimation de la croissance du PIB au cours du 2^e trimestre ne sera connue qu'une fois la rédaction de notre analyse achevée. Les données déjà disponibles suggèrent un net ralentissement de la dynamique économique, les exportations en particulier souffrant d'une baisse de la demande. La fragilité actuelle des deux débouchés majeurs que sont l'Allemagne et la Chine se traduit déjà nettement dans les statistiques d'exportation de l'OFDF. En comparaison annuelle, les exportations vers la Chine sont même en repli. Ainsi se brisent les espoirs d'un vent asiatique favorable après l'abandon de la politique zéro covid en fin d'année dernière. Les premiers chiffres du secteur tertiaire et des rapports secondaires suggèrent également une saison touristique plutôt décevante. Conjugués, ces facteurs ont induit une nouvelle baisse des PMI au début du trimestre en cours, tant dans l'industrie que pour les prestataires de services et les PME orientées vers le marché intérieur. Nous tenons compte de cette tendance en abaissant nos hypothèses de croissance pour les prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 2,3%
2024: 1,6%	2024: 1,5%

Le retour des taux d'inflation dans la fourchette cible de la BNS s'achèvera au 2^e semestre. La récente hausse des prix de l'énergie accroît même légèrement le risque de prévision à court terme. Concernant les prix des biens, il faut toutefois s'attendre à ce que la baisse des coûts à l'importation et à la production soit répercutée sur le consommateur final. Des facteurs spécifiques entrent en scène pour 2024, qui empêchent tous pour l'instant un nouveau repli de l'inflation. Citons la hausse des loyers et du taux de TVA, des tarifs postaux et des transports publics, ainsi qu'une nouvelle augmentation du prix de l'électricité en de nombreux endroits.

Royaume-Uni

Léger ralentissement attendu

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,2%	2023: 0,2%
2024: 0,3%	2024: 0,4%

L'activité économique de juin a de nouveau dépassé les attentes. La production industrielle notamment a porté la croissance plus solide. Un rebond technique par rapport à mai également, où un jour férié supplémentaire a faussé à la baisse le résultat, a bénéficié à la croissance du PIB en juin. Avec une croissance plus forte que prévu en juin, le PIB progresse de 0,2% au 2^e trimestre 2023, dépassant nos attentes et celles du marché. Nous avons donc légèrement relevé notre prévision pour l'ensemble de l'année. La consommation des ménages a également favorisé la croissance au 2^e trimestre. Il semble que l'augmentation des coûts de financement due à la hausse des taux d'intérêt n'ait pas encore eu d'incidence marquée sur le comportement des consommateurs. La croissance des salaires, toujours élevée en juin, a sûrement joué un rôle. Avec le repli de l'inflation, la progression des salaires réels est désormais en territoire positif. Toutefois, nous pensons que cette dynamique cessera au 2^e semestre. Les PMI de la production industrielle comme des services sont inférieurs au seuil de croissance de 50 points. Les composantes prospectives notamment ont subi une nette détérioration en août. Le marché du travail montre aussi de premiers signes de faiblesse. Le taux de chômage a augmenté en juin, et le nombre d'offres d'emploi recule.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 7,3%	2023: 7,3%
2024: 2,9%	2024: 3,0%

Net repli de l'inflation globale en juillet également, à 6,8% en comparaison annuelle. Il s'explique notamment par des factures d'énergie moins lourdes, après la baisse du plafond par le régulateur. L'inflation sous-jacente demeure toutefois inchangée à 6,9%. L'inflation des services reste tenace et complique la tâche de la Banque d'Angleterre, dont nous attendons un autre relèvement de taux.

Chine

Pas d'éclaircie en vue

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,0%	2023: 5,3%
2024: 4,7%	2024: 4,7%

Le mois dernier n'a pas non plus vu la situation économique chinoise s'éclaircir. La production industrielle en juillet a une fois de plus nettement déçu les attentes. De plus, les effets de la fragilité des exportations et du secteur immobilier se sont amplifiés. Seules les ventes au détail ont observé une croissance, quoique faible, en juillet. Les secteurs directement exposés à celui de l'immobilier (p. ex. ameublement, appareils ménagers ou décoration) ont en particulier ralenti. La seule bonne surprise est venue de la solide croissance de l'hôtellerie-restauration. Les derniers chiffres du secteur immobilier ne traduisent pas de rebond ; en juillet et début août, l'activité a continué de se contracter et les prix de chuter toutes régions confondues. Ces données médiocres ont poussé la banque centrale chinoise à abaisser de nouveau les taux d'intérêt de référence. Mais seule, cette mesure ne sera pas suffisante pour stabiliser la seconde économie mondiale. Le secteur immobilier et de la construction au sens large représente quelque 30% du PIB chinois. Son ralentissement devrait donc avoir un fort effet sur l'ensemble de l'économie. La croissance de l'emploi et des salaires devrait ralentir, avec à la clé une baisse du revenu disponible pour consommer. Des mesures de stabilisation du secteur immobilier sont ainsi indispensables pour enrayer l'affaiblissement de l'ensemble de l'économie.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,8%
2024: 1,2%	2024: 2,0%

Selon nous, des interventions notables de l'Etat sont pour l'heure peu probables. Nous avons donc à nouveau abaissé notre prévision de croissance pour 2023. Les chiffres de l'inflation mettent également en lumière cette faiblesse transitoire de la croissance. Le taux d'inflation des prix à la consommation était déflationniste en juillet (-0,3%), alors que celui des prix à la production était moins négatif qu'en juin.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife-am.com



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com



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 Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK 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. **Norvège** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.