

Janvier 2020

## A retenir

- La phase de croissance la plus longue jamais connue aux Etats-Unis devrait se poursuivre en 2020.
- L'inflation totale ne devrait augmenter que temporairement dans la zone euro.
- Le plus-bas cyclique du taux de chômage suisse est déjà passé.

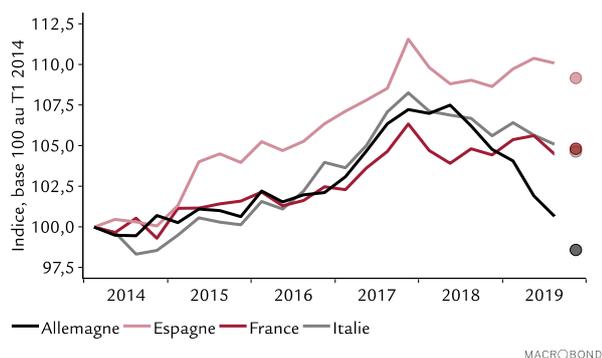
## Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 09.12.2019

## Graphique du mois

Production industrielle des 4 grands pays de l'UEM, hors BTP  
(points : valeurs d'octobre)



Alors que les Français manifestent contre la réforme des retraites, ils pourraient fêter leur résistance économique, puisque trois des quatre premières économies de la zone euro ont vu leur production industrielle (hors BTP) chuter au mois d'octobre, à l'exception notable de la France. C'est la production industrielle allemande qui a le plus souffert (-1,5%), pour s'établir en dessous de ses valeurs trimestrielles de 2014. Ces chiffres décevants montrent que l'industrie allemande est restée en récession au quatrième trimestre 2019. A l'inverse, de récents indicateurs subjectifs semblent se stabiliser à de bas niveaux. Nous restons globalement prudents concernant les perspectives de croissance économique de l'Allemagne par rapport à la France en 2020.

## Etats-Unis

### Une solide économie intérieure

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,7%	2020 : 1.8%
2021 : 1,8%	2021 : n.d.

Cette année, le conflit commercial a éprouvé les marchés, engendré une incertitude record et motivé en partie les trois baisses de taux de la Réserve fédérale. Pourtant, quand les historiens de l'économie reviendront sur les chiffres de la croissance de 2019, ils se demanderont peut-être d'où venait toute cette agitation. En effet, pendant la période de « pessimisme maximum », aux deuxième et troisième trimestres, la croissance est restée extrêmement solide à 2%, et les chiffres du quatrième trimestre dénotent une demande intérieure intacte. Le moral des ménages s'est redressé et l'emploi non agricole de novembre a progressé davantage que l'attendaient les 69 économistes sondés par Bloomberg. Les petites entreprises sont plus optimistes, laissant prévoir une reprise des embauches et des hausses de salaires. La grande déception vient toutefois de l'ISM manufacturier, qui dénote une contraction depuis quatre mois. Les entreprises interrogées citaient encore des risques sensibles pour le commerce international, confirmant notre opinion selon laquelle l'incertitude politique continuera de freiner l'investissement des entreprises malgré un ton plus conciliant ces derniers temps entre les Etats-Unis et la Chine. Toutefois, l'économie américaine devant aborder 2020 plus vigoureusement que prévu, nous relevons notre estimation pour l'année pleine à 1,7%, toujours un peu en-deçà du potentiel.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,1%	2020 : 2,0%
2021 : 2,1%	2021 : n.d.%

Du fait de prix de l'énergie supérieurs aux attentes, l'inflation totale a surpris à la hausse deux mois de suite. Elle est ainsi montée à 2,1% en novembre, plus près encore de l'indice sous-jacent, stable à 2,3% comme prévu. L'effet de base des prix de l'énergie s'estompant, l'inflation totale devrait atteindre un pic en janvier-février, avant de revenir vers 2,1% courant 2020.

## Zone euro

### Une aide extérieure limitée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 1,0%
2021 : 1,1%	2021 : n.d.

La conjoncture intérieure et les taux bas devraient continuer de soutenir l'activité dans la construction et les services. Notre scénario de base suppose une reprise progressive de la croissance trimestrielle. En moyenne, nous attendons une hausse du PIB de 0,25% chaque trimestre en 2020, puis de 0,3% en 2021. Mais il faudra du temps pour éliminer les poches de récession dans les pays et les secteurs les plus dépendants des exportations hors zone euro. Outre-Rhin, l'industrie automobile et ses fournisseurs allemands ou étrangers subissent une lourde pression d'ajustement des capacités. Les indices des directeurs d'achats (PMI) restent particulièrement moroses en Allemagne et en Autriche. Contrairement aux trois phases de reprise précédentes de la dernière décennie, le moteur d'une forte demande des marchés émergents devrait faire défaut en 2020, les incertitudes sur le commerce international bridant les instincts animaux des entreprises du monde entier. Une relance budgétaire rendrait un immense service à l'activité intérieure en 2020. Le FMI prévoit pour cette année une variation du solde primaire corrigée des variations cycliques et exprimée en pourcentage du PIB particulièrement forte en Grèce, aux Pays-Bas, en Belgique et en Allemagne. Après avoir largement profité des mesures de relance en 2019, la France et l'Irlande devront renoncer à toute contribution de la politique budgétaire à leur croissance en 2020.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,2%
2021 : 1,3%	2021 : n.d.

Les dynamiques de croissance des deux ans à venir ne devraient pas suffire à accélérer l'inflation sous-jacente et l'objectif actuel de la BCE « non loin, mais en dessous de 2% » reste inatteignable même à fin 2021. Selon nous, l'inflation sous-jacente ne devrait croître que petit à petit vers 1,4% en 2021, même avec la politique monétaire toujours accommodante de la BCE.

## Allemagne Un soulagement prématuré ?

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 0,9%
2021 : 1,1%	2021 : n.d.

Avec une croissance de 0,08% au troisième trimestre, l'Allemagne est passée à deux doigts de la récession technique. Le soulagement général qui a accueilli la publication de ce chiffre nous semble prématuré. En l'absence de tout soutien significatif rapide de la politique budgétaire ou monétaire à la conjoncture intérieure, le pays dépendra toujours de la demande extérieure pour relancer la dynamique économique de son industrie. Contrairement aux trois périodes de reprise de 2009, 2013 et 2016, les marchés émergents ne devraient pas constituer cette fois-ci le moteur de croissance de l'économie mondiale. Il s'ensuit que le processus d'ajustement en cours chez les constructeurs automobiles allemands pèsera encore sur la croissance des prochains trimestres. A en croire les derniers chiffres du quatrième trimestre 2019, l'activité resterait très déprimée, avec une production industrielle tombée en dessous des niveaux de 2014. Les commandes aux usines ont encore reculé de 0,4% en glissement mensuel en octobre, ce qui porte la baisse à 5,5% sur un an. A première vue, les indicateurs de sentiment économique tels que l'indice Ifo du climat des affaires ou l'enquête auprès des directeurs d'achats du secteur manufacturier commenceraient à dénoter une stabilisation, mais un examen plus attentif des détails de l'enquête Ifo de novembre fait ressortir un solde net croissant d'entreprises manufacturières envisageant de réduire leurs effectifs au cours des trois prochains mois.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,3%	2020 : 1,4%
2021 : 1,4%	2021 : n.d.

A 1,2%, l'inflation de novembre fut bien inférieure à notre projection de 1,6%, d'où la réduction de notre estimation pour 2020 à 1,3%. Le ralentissement du marché du travail devrait empêcher les entreprises d'augmenter beaucoup leurs prix sur le marché intérieur, ce qui bride les perspectives d'inflation à moyen terme. Les effets de base des fluctuations des prix de l'énergie de l'an dernier ne devraient augmenter l'inflation totale que temporairement au premier trimestre 2020.

## France Les grèves pèsent sur le moral

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,0%	2020 : 1,2%
2021 : 1,1%	2021 : n.d.

En 2019, la France a moins souffert que ses voisins germanophones d'une conjoncture mondiale défavorable. L'activité intérieure s'était nettement redressée au premier semestre, après un second semestre 2018 marqué par les conséquences négatives des manifestations des gilets jaunes sur le moral des ménages et des entreprises. L'économie avait alors bénéficié de mesures budgétaires proactives – les mêmes qui faisaient défaut à l'Allemagne. Toutefois, les critères de Maastricht réduisent la marge de déficit et donc les possibilités de recourir de nouveau à l'instrument budgétaire en 2020 (le FMI prévoit même des conséquences négatives pour la France l'an prochain). D'autres raisons laissent prévoir une modération graduelle des dynamiques économiques des trimestres à venir. Les chiffres du marché du travail annoncent la fin prochaine de la baisse du chômage français. D'après les statistiques officielles de l'INSEE, le taux de chômage en France métropolitaine aurait légèrement augmenté au troisième trimestre, de 8,2% à 8,3%. Plus récemment, une enquête de la Banque de France montrait que les projets d'embauche des entreprises étaient au plus bas depuis mai 2015. Ce dernier chiffre est toutefois à relativiser sachant qu'il s'agissait des prévisions à un mois. Or, de même qu'au dernier trimestre 2018, les grèves et manifestations contre la réforme des retraites ont sans doute un effet déformant sur les résultats de cette enquête, comme sur d'autres indicateurs du sentiment économique.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,3%	2020 : 1,2%
2021 : 1,4%	2021 : n.d.

Après 1,2% en novembre, l'inflation devrait ressortir à 1,3% en moyenne pour 2019. Les prix de services ayant chuté successivement chaque mois depuis septembre, les entreprises positionnées sur le marché intérieur n'ont qu'une très faible marge d'augmentation de leurs prix. Nous prévoyons une inflation annuelle à 1,3% encore en 2020, puis 1,4% en 2021. Une politique monétaire accommodante de la BCE resterait ainsi foncièrement pertinente en ce qui concerne la France.

## Royaume-Uni

### Une année perdue

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,2%	2020 : 1,1%
2021 : 1,3%	2021 : n.d.

A l'heure où nous écrivons ces lignes, les Britanniques allaient voter alors qu'une « année perdue » touchait à sa fin. Les chiffres mensuels du PIB reflètent une stagnation de l'économie entre janvier et octobre 2019, plombée par les faiblesses du secteur manufacturier, de la construction et des services financiers, tandis que la plupart des autres services soutenaient la croissance. Certes, le Royaume-Uni a pâti des retombées du litige commercial sino-américain, mais l'essentiel de ses problèmes étaient internes. L'incertitude auto-infligée du Brexit a maintenu les projets d'investissement à leur plus-bas depuis la crise financière selon l'enquête de la Banque d'Angleterre. En temps normal, une telle situation aurait sapé les chances de réélection du gouvernement, mais pas cette fois-ci. D'abord, les ménages vont bien mieux que ne le suggèrent les chiffres du PIB : le marché du travail reste tendu (les entreprises embauchent au lieu d'investir) et les salaires réels progressent au rythme incroyable de 2% par an. Ensuite, les Tories (comme le Labour) ont un projet de relance budgétaire généreux, principal motif du relèvement de nos prévisions de croissance en 2020. Enfin, les électeurs conservateurs espèrent sans doute que le Brexit promis pour fin janvier réveillera les instincts animaux des entreprises. Nous attendons une poussée d'optimisme fugace si le nouveau gouvernement est conservateur, mais l'incertitude devrait refaire surface dès l'amorce des négociations commerciales avec l'UE l'an prochain.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,9%	2020 : 1,8%
2021 : 1,9%	2021 : n.d.

La Banque d'Angleterre est l'une des rares du monde développé à avoir invariablement atteint son objectif d'inflation en 2019. L'inflation, totale et sous-jacente, devrait selon nous rester proche de cet objectif en 2020 comme en 2021. Même si le soutien de la livre s'amoindrit après sa forte appréciation de ces derniers mois, la solide croissance des salaires devrait entretenir la hausse des prix sur le marché intérieur.

## Suisse

### Une conjoncture déprimée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,3%	2020 : 1,2%
2021 : 1,2%	2021 : n.d.

La vigueur des chiffres préliminaires de la croissance du PIB du troisième trimestre nous a surpris : au lieu de 0,2% comme prévu, le PIB réel aurait augmenté de 0,4%, sa meilleure performance en cinq trimestres. Bien que la tendance sous-jacente des dynamiques économiques du troisième trimestre ait globalement dénoté une stagnation, deux secteurs ont apporté une solide contribution à la croissance. L'énergie n'a jamais été aussi florissante, avec une envolée des exportations portée par des conditions météorologiques favorables. Contrairement aux industries plus cycliques des machines, la pharmacie a enregistré un nouveau bond de sa production et de ses exportations. La production réelle de l'industrie pharmaceutique a ainsi plus que triplé depuis 2004, tandis que celle des machines ne progressait que de 2% en 15 ans. Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) vient de créer un nouvel indicateur mensuel du sentiment économique qui permet de mieux évaluer les tendances conjoncturelles du trimestre en cours. Selon ce nouvel indicateur en temps réel, la conjoncture suisse restera déprimée au dernier trimestre 2019. Attention à ne pas surinterpréter les prévisions pour 2020 : le PIB helvétique bénéficiera fortement l'an prochain des grands événements sportifs et des revenus de licences de l'UEFA et du CIO, intégrés dans les comptes nationaux de la Suisse, le pays où se trouvent les sièges de ces organisations.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,0%	2020 : 0,3%
2021 : 0,6%	2021 : n.d.

Après la chute de 2,5% des prix à l'importation et à la production de janvier à novembre, et avec des coûts de l'énergie stables, la pression à la hausse sur les prix à la consommation reste limitée. La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS n'annonce qu'une progression de 1,2% jusqu'au troisième trimestre 2022, même avec une politique monétaire inchangée. L'économie suisse restera donc marquée par l'absence d'inflation au cours des prochains trimestres.

## Japon

### Un plan de relance surévalué

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,3%	2020 : 0,3%
2021 : 0,6%	2021 : n.d.

Les chiffres finaux du PIB japonais sont souvent sensiblement réévalués par rapport à la première estimation. Ainsi, pour le troisième trimestre 2019, les chiffres définitifs annonçaient, au lieu de 0,1%, une croissance de 0,4% pour les trois mois avant le relèvement de la taxe sur la consommation, en octobre. Ce n'est pas forcément positif : on peut en déduire que les achats anticipés avant la hausse de la taxe étaient en fait plus massifs qu'attendu, prélude d'une chute d'autant plus dure au quatrième trimestre. Au moins le gouvernement semble-t-il le savoir puisqu'il a validé le 5 décembre un plan de relance budgétaire très attendu de 26 000 milliards de yens (4,6% du PIB) pour amortir l'effet de la taxe. Comme toujours, ce montant est grossièrement surévalué puisqu'il inclut l'investissement privé que les mesures prises sont censées encourager. L'effort budgétaire seul avoisine 9 400 milliards de yens (1,7% du PIB) et tourne autour de projets d'infrastructures généralement étalés sur une longue période, ce qui complique l'estimation de l'effet de ce plan sur la croissance future. Compte tenu en outre de multiplicateurs budgétaires très faibles au Japon, de l'impact décevant des plans de relance budgétaire antérieurs et du fait que nous avons déjà anticipé quelques mesures dans ce sens, nous maintenons nos prévisions de croissance du PIB pour 2020, déjà supérieures au consensus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,5%	2020 : 0,6%
2021 : 0,3%	2021 : n.d.

Comme indiqué dans notre dernière édition, le relèvement de la taxe sur la consommation fut étonnamment bénin pour les prix finaux à la consommation : ils ont à peine frémi en octobre et les données préliminaires de novembre pour la région de Tokyo vont dans le même sens. Certes, l'inflation totale de Tokyo a inopinément doublé à 0,8% en novembre, mais à cause des prix alimentaires, généralement non concernés par la taxe. L'inflation sous-jacente est restée stable à 0,7%.

## Chine

### L'année (des prix) du cochon

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 5,8%	2020 : 5,8%
2021 : 5,6%	2021 : n.d.

Les indices des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier se sont fortement améliorés en novembre, avec une nouvelle hausse à 53,2 de l'indice privé, celui du Bureau national des statistiques dépassant la barre des 50 points qui sépare expansion et contraction. Les statistiques dénotent toutefois une pression à la baisse toujours marquée sur ce secteur : les bénéfices des entreprises industrielles ont plongé avec l'érosion des prix à la production, mauvais signe pour les capacités d'investissement et d'embauche. En outre, les exportations ont reculé de 1,1% en glissement annuel. L'analyse géographique montre que cette baisse provient avant tout des exportations vers les Etats-Unis, en chute de 23%, preuve de l'effet délétère des droits de douane imposés sur un total de 360 milliards de dollars de produits chinois. Il devient donc de plus en plus urgent pour la Chine de trouver un accord avec les Etats-Unis pour vider cette querelle à l'origine d'un ralentissement mondial des échanges et de l'investissement. Rien ne dit toutefois que les négociations seront plus simples : l'effet négatif sur les exportations devrait inciter la Chine à insister sur la suppression d'une large part des droits de douane existants. Malgré la pression sur l'économie chinoise, la politique de Pékin restera sans doute modérément accommodante vu les risques financiers liés au très lourd fardeau de la dette.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,5%	2020 : 2,9%
2021 : 2,0%	2021 : n.d.

L'inflation est montée à 4,5% en novembre, son plus haut depuis janvier 2012, effet du doublement des prix du porc (2,4% du panier de l'IPC chinois) qui pourraient encore croître à l'heure où la fièvre porcine africaine a décimé plus de la moitié du cheptel national. L'inflation devrait donc encore s'accélérer ces prochains mois. En revanche, les prix à la production, reflet des bénéfices des entreprises, se sont contractés de 1,4%, ce qui dénote une demande toujours atone.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruettsch@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

### 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 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.