

Janvier 2021

## A retenir

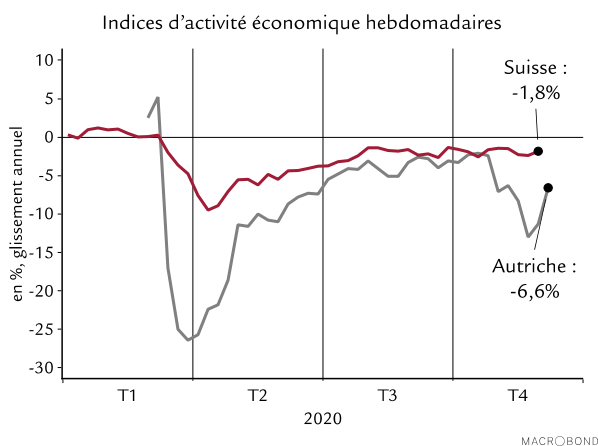
- Les reconfinements pèsent moins sur l'économie grâce à des chaînes logistiques parfaitement opérationnelles.
- Les entreprises européennes du secteur tertiaire devraient pouvoir augmenter leurs prix de nouveau.
- Le PIB suisse devrait retrouver son niveau d'avant la crise dès le troisième trimestre 2021.

## 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%	-3,6%	↑	3,7%	↑	4,0%	↑	1,2%	1,2%	1,9%	2,0%			
Zone euro	-7,1%	↓	-7,3%	4,5%	↑	4,7%	0,3%	0,3%	1,0%	0,9%				
Allemagne	-5,3%	↑	-5,4%	↑	3,5%	↑	3,9%	↑	0,4%	↓	0,5%	1,4%	↓	
France	-8,7%	-9,3%	↑	6,8%	↑	5,9%	0,5%	0,5%	1,1%	0,8%				
Royaume-Uni	-10,8%	↓	-11,1%	↓	5,5%	↑	5,3%	↑	0,9%	↑	0,9%	1,5%	1,6%	↑
Suisse	-3,1%	↑	-3,7%	↑	3,2%	↑	3,3%	↓	-0,7%	-0,7%	0,5%	0,2%		
Japon	-5,1%	↓	-5,3%	↑	2,6%	2,6%	↑	0,0%	↓	0,0%	0,0%	0,0%		
Chine	2,0%	2,1%	↑	8,2%	8,0%	↑	2,5%	↓	2,7%	1,4%	↓	1,7%	↓	

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc. London, 10.12.2020

## Graphique du mois



Alors que les autorités sanitaires ont du mal avec le traçage des contacts, les économistes ont amélioré le traçage de l'économie réelle grâce à l'apparition de nouvelles données à haute fréquence. La toute dernière innovation est l'indice d'activité hebdomadaire du Secrétariat d'Etat suisse à l'économie (SECO), qui s'est stabilisé au quatrième trimestre. De fait, les confinements régionaux ont ralenti l'activité sans l'étouffer, conformément à nos prévisions. En Autriche, où un confinement national a été décrété, le taux de croissance annuel du PIB a temporairement chuté de quelque 9 points de pourcentage, dénotant un effet significatif, mais moins sévère qu'au printemps, de la deuxième vague de Covid-19 sur l'économie réelle.

## Etats-Unis

### Envolée du marché des logements

#### Croissance du PIB

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

Les nouveaux cas et les décès du Covid-19 atteignent de nouveaux pics aux Etats-Unis avec l'arrivée de la deuxième vague dans les régions côtières plus peuplées, telle la Californie, où de nombreux comtés ont ordonné aux habitants de rester chez eux. Ces nouvelles restrictions devraient toutefois bien moins affecter l'économie qu'au printemps : les entreprises sont mieux préparées, les chaînes logistiques sont intactes et la durée des restrictions est plus prévisible. En octobre, les ventes de détail et la production industrielle ont encore augmenté, tandis que les transactions dans l'immobilier résidentiel étaient au plus haut depuis 2005, grâce à des taux hypothécaires historiquement bas. Selon les indicateurs des enquêtes, la conjoncture serait restée favorable en novembre : l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) n'a jamais été si haut depuis mars 2015 (58,6 points) et même l'enquête de l'association nationale des constructeurs de logements (NAHB) atteignait un record. Cette tendance devrait pâtir de la résurgence de la pandémie et la croissance ralentira probablement cet hiver. Les chiffres décevants du marché du travail de novembre pourraient donner un avant-goût de ce que nous réserve l'hiver « covidé ». L'incertitude politique devrait diminuer une fois passé le deuxième tour du scrutin en Géorgie (5 janvier), puis avec la prise de fonctions du nouveau président (le 20).

#### Inflation

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

En raison d'effets de base négatifs, l'inflation totale devrait finir 2020 sur une maigre hausse de 1,0%. Elle devrait toutefois rebondir au deuxième trimestre 2021, lorsque l'effet de base deviendra positif. Nous pensons que l'inflation sous-jacente se redressera l'an prochain, suite au resserrement de l'écart de production une fois les vaccins disponibles. L'augmentation phénoménale récente de la masse monétaire au sens étroit (M1) s'ajoute aux « munitions » inflationnistes de 2021.

## Zone euro

### Des services plus chers en 2021 ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -7,1%	2020 : -7,3%
2021 : 4,5%	2021 : 4,7%

L'Europe s'est reconfinée, durement frappée par une deuxième vague de coronavirus. Bien que l'Irlande et la France aient été les premières à réagir à la dégradation de la situation, leurs économies ne devraient pas rouvrir avant mi-janvier. Il ressort d'un large éventail de nouveaux indicateurs à haute fréquence que les confinements actuels pèseraient bien moins sur l'économie qu'au printemps (voir p. 1 le cas de l'Autriche), mais ces indicateurs en temps réel nous incitent à abaisser nos estimations de croissance pour le dernier trimestre 2020, à -1,6%. Notre estimation pour l'année pleine recule donc un peu par rapport au mois dernier. Nous notons pour l'environnement conjoncturel trois grandes différences avec le début de la première vague. D'abord, les chaînes logistiques mondiales restent intactes, et les entreprises manufacturières européennes peuvent donc profiter de la reprise de la demande asiatique et américaine. Ensuite, le soutien des politiques monétaires et budgétaires a apaisé les craintes que la récession n'entraîne une crise du crédit. Enfin, les entreprises entrevoient une lueur d'espoir grâce à la probabilité d'une vaccination à grande échelle ces douze prochains mois. Nous pensons donc que l'activité se redressera rapidement après le décrochage actuel et prévoyons un retour à une croissance trimestrielle positive dès le premier trimestre 2021.

#### Inflation

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

L'inflation devrait rester fluctuante toute l'année 2021. Des effets exceptionnels comme les nouvelles taxes destinées à financer la politique écologique de l'UE ou l'annulation des baisses temporaires de TVA en Allemagne en janvier devraient tirer l'inflation à la hausse début 2021. Le retour probable à une certaine normalité laisserait également prévoir un relèvement des prix des services, les ménages devant accepter de payer plus cher des loisirs et des transports très demandés.

## Allemagne

### Une politique budgétaire globale

#### Croissance du PIB

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

Notre supposition qu'un nouveau confinement serait moins grave que le premier pour les dynamiques économiques s'est révélée particulièrement juste concernant l'Allemagne. Avec une demande étrangère toujours en hausse au dernier trimestre 2020 et des chaînes logistiques intactes, les entreprises manufacturières souffrent bien moins qu'au printemps des restrictions sanitaires. Les commandes industrielles se sont envolées en début de trimestre et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur manufacturier reste en territoire expansionniste malgré le reconfinement de nombreuses régions européennes. Jusqu'à la première semaine de décembre, l'indice de transport de fret routier dénotait des volumes record de biens acheminés sur les autoroutes allemandes pour cette période de l'année, alors que le transport s'était effondré entre février et avril. Parmi les faits majeurs pour l'Europe en 2020 figuraient la décision allemande de réagir à la pandémie et à la récession associée par un plan de relance budgétaire rapide et global. L'abandon unanime des sacro-saints principes de l'équilibre budgétaire et du frein à l'endettement n'est pas remis en cause dans la phase de ralentissement actuelle, au moment où le pays reconfinement en pleine période de fêtes. Alors que la vaccination démarre sur le continent européen, la coalition allemande a tout intérêt à garder une politique budgétaire généreuse quoi qu'il en coûte, jusqu'aux élections législatives au Bundestag en septembre 2021.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,4%	2020 : 0,5%
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%

La nouvelle taxe sur le CO<sub>2</sub> et l'annulation de la baisse temporaire du taux de TVA devraient tirer l'inflation à la hausse. Des données empiriques issues du secteur touristique suggèrent que les prix des voyages à forfait pourraient augmenter sensiblement au cours des prochains mois. Selon notre scénario de base, l'inflation annuelle devrait dépasser 2% au dernier trimestre 2021.

## France

### Une deuxième vague mieux gérée

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -8,7%	2020 : -9,3%
2021 : 6,8%	2021 : 5,9%

Contrairement à ses principaux voisins de la zone euro, la France s'est montrée jusqu'ici plus déterminée face à la deuxième vague pandémique. Le pic de nouveaux cas quotidiens a été enregistré durant la première quinzaine de novembre et une réouverture graduelle de l'économie en janvier semble réaliste. L'économie a été moins durement touchée qu'au printemps par ce reconfinement. Surtout, le secteur manufacturier a continué de produire et de livrer, grâce à des chaînes logistiques intactes. L'indice des directeurs d'achats (PMI) de ce secteur s'est stabilisé autour de la barre fatidique des 50 points tout au long du dernier trimestre. Nous pensons que le PIB se sera contracté de 2,6% sur ces trois mois, bien moins que les replis de respectivement 5,9% et 13,8% des deux premiers trimestres de l'année. Tandis que le calendrier de réouverture des services doit dicter le rythme de la reprise à court terme, une vaccination généralisée de la population restera le principal facteur susceptible de changer la donne à moyenne échéance. Les enquêtes internationales montrent que les personnes rétives au vaccin sont plus nombreuses en France qu'ailleurs en Europe. Une nouvelle étude du FMI montre que les troubles sociaux augmentent généralement pendant les années suivant une pandémie. En Europe, la France est la « mieux » placée sur ce plan, avec un risque de réapparition des contestations des Gilets jaunes lorsque le pays se préparera à l'élection présidentielle de 2022.

#### Inflation

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

L'inflation devrait tomber à 0% en décembre, marquant un plus-bas cyclique. Nous maintenons nos prévisions d'inflation supérieures au consensus pour 2021 en raison du redressement récent des prix de l'énergie. De plus, les prestataires de services de transport et d'hôtellerie pourront recommencer à augmenter leurs prix lorsque la demande de loisirs et de divertissements pourra de nouveau s'exprimer librement.

## Royaume-Uni

### Le vaccin à la rescousse

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -10,8%	2020 : -11,1%
2021 : 5,5%	2021 : 5,3%

Contrairement au printemps, le gouvernement a réagi sans tarder au retour du Covid-19, avec une stratégie de restrictions automatiques dès qu'une région remplissait certains critères. Cette approche semble avoir porté ses fruits puisque le taux de décès est inférieur à la moyenne de l'UE. On peut aussi s'attendre à de nouvelles difficultés économiques en décembre, à l'heure où le Grand Londres et d'autres régions du sud du pays repassent en zone rouge. Parti d'un niveau déjà très bas en octobre (le PIB mensuel représentait 92% de son niveau de février), le Royaume-Uni finira sans doute l'année comme le pays développé le plus touché par la crise, à part peut-être l'Espagne. La fin imminente de la période de transition du Brexit a encore aggravé les choses, comme l'atteste la reprise décevante des services financiers, un secteur florissant dans les autres pays. Le secteur tertiaire britannique, exportateur net, ne sera pas entièrement couvert par l'accord commercial encore en négociation à l'heure où nous écrivons ces lignes et de nombreuses activités financières pour la clientèle européenne ont déjà déménagé sur le continent. En revanche, la nouvelle année clarifiera les relations commerciales futures, ce qui pourrait débloquer les projets d'investissement. De même, le pays paraît bien placé pour atteindre l'immunité collective : la vaccination a commencé, elle semble globalement bien acceptée par les Britanniques et les 145 millions de doses commandées pour les trois vaccins les plus avancés en 2021 couvrent largement les besoins de la population.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,9%	2020 : 0,9%
2021 : 1,5%	2021 : 1,6%

Conformément aux attentes, l'inflation totale a augmenté de 0,5% à 0,7% en octobre. Nous pensons qu'elle diminuera un peu d'ici à la fin de l'année en raison de l'interruption de nombreux services pour cause de pandémie. La normalisation de l'activité devrait relancer l'inflation en 2021 mais la fin imminente de la période de transition du Brexit fait planer une grande incertitude sur les perspectives d'inflation à court terme.

## Suisse

### Retour à la normale en 2021 ?

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -3,7%
2021 : 3,2%	2021 : 3,3%

Le nouvel indice d'activité économique hebdomadaire du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) s'est stabilisé au quatrième trimestre (voir p. 1), jusqu'à la semaine 49. Même si le durcissement des mesures sanitaires doit freiner un peu la dynamique économique ces prochaines semaines, il est peu probable que le PIB recule de plus de 0,5% en séquentiel au dernier trimestre sachant que les chaînes logistiques sont intactes. Suite à une reprise du PIB plus vigoureuse qu'attendu par la plupart des économistes, les prévisions de croissance pour l'année pleine ont été sensiblement relevées le mois dernier. Les derniers chiffres confirment ainsi notre estimation préalable selon laquelle la Suisse se tirerait de la crise avec quelques égratignures seulement. Le 15 décembre, le SECO a annoncé qu'il attendait une contraction du PIB de 3,3% en 2020, puis une croissance de respectivement 3,2% et 3,3% pour 2021 et 2022. Selon le scénario de plus en plus réaliste d'une vaccination bien entamée au premier trimestre 2021, la Suisse est bien partie pour retrouver son PIB d'avant la crise dès le troisième trimestre 2021. Les données à haute fréquence telles que le nombre de demandeurs d'emploi semblent toutefois indiquer que les effets à long terme de la crise ne se seraient pas encore manifestés. Nous pensons ainsi que le taux de chômage montera aux alentours de 4% au premier semestre 2021. De même, le nombre de faillites d'entreprises est orienté à la hausse depuis octobre, une tendance appelée à se poursuivre ces prochains trimestres.

#### Inflation

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

Pendant près de la moitié de la décennie écoulée, la Suisse a connu la déflation, soit une variation annuelle négative de l'indice des prix à la consommation. Cela devrait rester le cas jusqu'en mars 2021. En novembre, les prix ont encore chuté plus que prévu. Nous n'abaissons pas nos prévisions car les prix de l'énergie ont commencé à remonter au dernier trimestre, de 10% en un mois pour le fioul domestique en décembre.

## Japon

### Meilleur moral des entreprises

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -5,1%	2020 : -5,3%
2021 : 2,6%	2021 : 2,6%

L'Asie semble évoluer en dehors du reste du monde. Malgré le retour saisonnier du virus au Japon et en Corée du Sud, l'incidence est à un niveau qui remonte à fin juillet/début août pour l'Europe. D'autres nations d'Asie orientale seraient encore moins touchées, selon les chiffres officiels. Stimulé par la reprise rapide de la Chine, le moral des entreprises japonaises s'est sensiblement amélioré. Les résultats de l'enquête-phare Tankan pour le quatrième trimestre ont nettement dépassé les attentes et dénotent un meilleur moral aussi bien dans l'industrie que dans les services, quelle que soit la taille des entreprises. L'industrie automobile affiche, et de loin, la plus forte amélioration des conditions d'activité, ce qui signifie que sa production, passée de 50% (mai) à 96% (septembre) de son niveau d'avant la crise, pourrait bientôt exploiter la totalité de ses capacités. Tout aussi prometteuses sont les composantes Emploi et Utilisation des capacités de l'enquête Tankan, reflet du frémissement du ratio offres d'emploi/candidats en octobre. Ainsi, à 3,1% en octobre, le taux de chômage pourrait déjà avoir atteint son pic cyclique. A l'inverse, les prévisions d'investissement pour l'année fiscale en cours ont encore diminué, parallèlement à une altération du sentiment économique dans le BTP. Les conditions de financement toujours très avantageuses et la solidité des bilans laissent toutefois espérer une relance du cycle d'investissement en 2021.

#### Inflation

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

La déflation devrait durer jusqu'en mars 2021 selon nos calculs, surtout à cause de la hausse du yen, du recul des salaires dû à la pandémie et du bas niveau des prix de l'énergie. Comme ailleurs, l'effet de base de l'énergie s'inversera au deuxième trimestre, avec pour effet une inflation légèrement positive, mais qui en moyenne sera sans doute nulle en 2020 et en 2021.

## Chine

### Cap sur le désendettement

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,0%	2020 : 2,1%
2021 : 8,2%	2021 : 8,0%

L'économie a dépassé de plus de 3% son niveau d'avant la crise au troisième trimestre, et les indicateurs du quatrième trimestre annoncent une poursuite dans ce sens. Suite à la réouverture rapide des usines après le confinement de février, alors que les restrictions sur les déplacements individuels n'étaient levées que petit à petit, la production industrielle s'est redressée plus tôt et plus fort que la consommation. Les ventes de détail de novembre ont toutefois augmenté de 5% sur un an, signe d'un rattrapage rapide. Son excellente gestion de la pandémie toute cette année a aidé la Chine à échapper à la deuxième vague de contaminations et a joué un rôle clé dans sa solide performance économique. En 2021, le pays devra prouver qu'il est capable de faire face au risque de contagion pendant les fêtes du Nouvel An chinois, en février, durant lesquelles des centaines de millions de personnes quittent les villes pour rendre visite à leur famille à la campagne. L'économie chinoise s'étant remarquablement remise de la crise due à la pandémie, les mesures de relance budgétaire et monétaires seront graduellement abandonnées pour modérer l'accélération du crédit et recentrer les efforts sur le désendettement du pays. Ce dernier chantier se traduira sans doute par une hausse des taux de défaut, surtout des entreprises publiques non rentables, et les autorités devront chercher l'équilibre entre les faillites nécessaires et la prévention des risques systémiques.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 2,5%	2020 : 2,7%
2021 : 1,4%	2021 : 1,7%

Fait inédit en 11 ans, l'indice total des prix à la consommation chinois était négatif en novembre, à -0,5%, surtout à cause des prix du porc (-12,5% sur un an). La déflation devrait persister au premier trimestre, accentuée par la baisse des prix alimentaires, sans toutefois inciter la banque centrale à réduire ses taux d'intérêt car les prix devraient repartir à la hausse courant 2021.

## 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.