

Avril 2020

A retenir

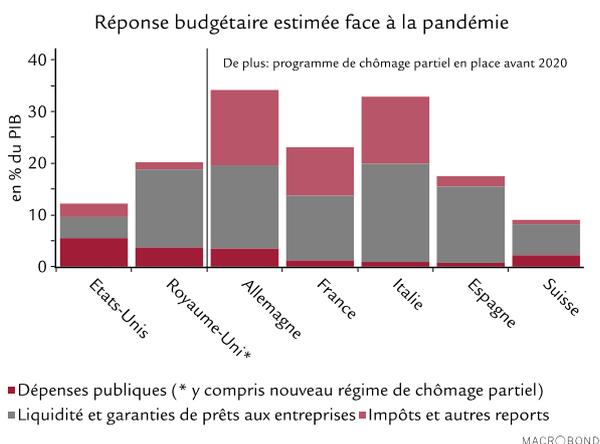
- Notre scénario de base table sur une reprise en U de l'économie mondiale au second semestre.
- La consommation de charbon chinoise, bon indicateur de l'activité industrielle, ne cesse de croître.
- Des « coronabonds » en vue ? La zone euro devra sans doute adopter un dispositif de partage des risques pour sécuriser la situation.

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. London, 09.03.2020

Graphique du mois



Avec la propagation mondiale du coronavirus et l'adoption de mesures de confinement strictes, la plupart des pays vont voir leur production s'effondrer. Des mesures budgétaires et monétaires généreuses, telles qu'une hausse des dépenses publiques (barres rouges foncées), de la liquidité et des garanties de prêts aux entreprises (barres grises) sont déjà annoncées. Parallèlement, le chômage partiel déjà en place avant 2020 est décisif pour amortir le choc sur les marchés du travail. Le Royaume-Uni a introduit un tel programme en mars 2020. Dénués de ce dispositif, les Etats-Unis devraient voir leur taux de chômage s'envoler malgré un plan d'aides publiques de 2 000 milliards de dollars.

Etats-Unis

Une récession soudaine

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,0%	2020 : 1,6%
2021 : 3,2%	2021 : 2,0%

Depuis notre dernière édition, les Etats-Unis sont passés d'un des pays développés les moins touchés à l'épicentre de l'épidémie de coronavirus. Avec des tests enfin à la hauteur, les statistiques d'infection sont devenues plus fiables et dénotaient (à l'heure où nous écrivons ces lignes) une hausse toujours exponentielle des nouveaux cas. En termes de progression, le pays affiche respectivement environ 15 et 9 jours de décalage par rapport à l'Italie et à la Suisse. Des mesures de confinement encore plus strictes pourraient donc s'imposer, d'où notre prévision d'une récession immédiate, brutale mais courte au premier semestre. Contrairement aux pays européens, les Etats-Unis n'ont aucun dispositif national de chômage partiel et les entreprises touchées par la crise ont licencié en masse. Sur la dernière semaine de mars et la première d'avril, 10 millions de travailleurs (6% des salariés américains) se sont inscrits au chômage. Suite à cette hausse inédite, le taux de chômage pourrait atteindre 10-15% en avril-mai, avant de retomber rapidement si les mesures de confinement sont assouplies comme prévu, mais le retour à la normale prendra du temps. Notre scénario de base prévoit des restrictions durables dans les services et des aides budgétaires insuffisantes pour pallier le déficit de demande. Malgré une reprise graduelle au second semestre, la production ne devrait retrouver son niveau d'avant-crise que début 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 1,6%	2020 : 1,8%
2021 : 2,1%	2021 : 2,1%

La chute du baril pourrait faire passer l'inflation totale de 2,5% en janvier à seulement 0,8% en avril. L'inflation sous-jacente a surpris à la hausse en janvier-février et elle ne devrait reculer que très peu, à 2,1-2,3%, ces prochains mois. La demande insuffisante, désinflationniste, pourrait être compensée, au moins à court terme, par la pression inflationniste due au choc de l'offre.

Zone euro

Prochaine étape : le coronabond ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -2,0%	2020 : 0,6%
2021 : 2,8%	2021 : 1,3%

Outre ses pertes humaines inédites, la pandémie de coronavirus entraîne également une chute de l'activité jamais vue au premier semestre. Nous ne disposons pas de données chiffrées à l'heure où nous écrivons, mais les enquêtes de la zone euro n'incitent pas à l'optimisme. En mars, l'indice des directeurs d'achats (PMI) des services est tombé à 26,4 points, un record de contraction absolu (bien en deçà des 40,9 enregistrés pendant la crise financière de 2009). L'indice PMI manufacturier a mieux résisté, à 44,5 points, mais il devrait encore reculer en avril face à l'érosion de la demande extérieure et à l'interruption de toute activité industrielle non essentielle en Espagne et en Italie fin mars. Notre scénario de base prévoit une reprise de l'activité en mai-juin, à condition que l'efficacité des mesures de confinement ait suffi à les assouplir partiellement. Le coût économique, surtout en Italie, sera néanmoins colossal et des problèmes budgétaires frapperont bientôt ce pays très endetté. La politique monétaire (multiplication des achats d'actifs et déplafonnement des dépenses de la BCE) a réussi jusqu'ici à éviter un creusement des écarts de rendement des obligations périphériques, mais à moyen terme l'UEM devra sans doute mutualiser les risques pour éviter une « crise de l'euro 2.0 », en recourant à des dispositifs existants comme le Mécanisme européen de stabilité (MES) ou à l'émission d'euro-obligations (les « coronabonds »).

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,6%	2020 : 1,1%
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%

Avec les ravages économiques du coronavirus, les banques centrales auront encore plus de mal à atteindre leur objectif d'inflation. Même si la pénurie temporaire de certains biens peut tirer les prix à la hausse, cet effet sera contrebalancé selon nous par le recul des tarifs de l'énergie à court terme et par un creusement de l'écart de production à moyen terme.

Allemagne

Adieu l'excédent budgétaire

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,7%	2020 : 0,5%
2021 : 2,6%	2021 : 1,2%

A un peu plus de 6 000 cas, l'institut Robert-Koch relevait le niveau de menace pour l'Allemagne à « élevé » le 17 mars. Depuis, les malades sont encore plus nombreux. Tout en évitant un confinement total, l'Allemagne a interdit le 22 mars tout rassemblement de plus de deux personnes avant au moins le 20 avril, nous incitant à réduire fortement nos prévisions de PIB 2020 en vue d'une baisse massive de la production en mars-avril, puis d'une reprise. L'ampleur de la chute sera très supérieure à celle constatée lors de la crise financière mondiale. Le chômage partiel aidera à atténuer les pertes d'emplois, qui devraient toutefois augmenter selon nous. Les prévisions à six mois des entreprises de l'enquête Ifo de mars n'avaient jamais autant reculé, dans tous les secteurs sauf l'alimentaire/boissons et les articles de toilette. C'est le tertiaire qui a le plus souffert, surtout les agences et organisateurs de voyages, ainsi que l'hôtellerie-restauration. Face à ce choc économique sans précédent, le ministre allemand des Finances Olaf Scholz a laissé entendre, le 13 mars, que l'excédent budgétaire serait sacrifié. Le 25 mars, le Bundestag a supprimé le frein à l'endettement et adopté un plan de relance de 750 milliards d'euros comportant 600 milliards d'euros de garanties de prêts (environ 10% du PIB) et 120 millions d'euros de dépenses publiques supplémentaires (3,5%). Ce plan de soutien massif devrait contribuer à un redressement progressif de l'activité au second semestre 2020.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,7%	2020 : 1,3%
2021 : 1,4%	2021 : 1,5%

Suite à l'effondrement du pétrole, l'inflation de mars est tombée à un plus-bas en quatre mois de 1,3%, contre 1,7% février. Le blocage quasi-total de l'économie devrait assurer une très faible pression sur les prix mais les mesures de relance massives et le risque de pénurie toujours possible sur certains biens pourraient tirer l'inflation à la hausse au second semestre 2020.

France

Perte d'activité de 35%

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,6%	2020 : 0,8%
2021 : 2,5%	2021 : 1,2%

La France est bien plus durement touchée que l'Allemagne par l'épidémie : dans certaines régions de l'Est, le nombre d'hospitalisations a dépassé les capacités sanitaires, ce qui a sans doute contribué à un taux de mortalité supérieur à la moyenne (plus de 6% actuellement). L'Etat a riposté par des mesures de confinement sévères, couplées à d'importantes aides budgétaires, sous forme de dépenses publiques (en intégrant le chômage partiel ou le report des échéances fiscales) et de garanties de l'Etat sur les nouveaux prêts aux entreprises (dans la limite de 300 milliards d'euros). La France se tire habituellement mieux des récessions que ses voisins, grâce à la large part du tertiaire et du secteur public dans son économie. Si ce dernier joue effectivement un rôle stabilisateur, le confinement actuel frappe de manière disproportionnée le secteur des services, dont l'indice des directeurs d'achats de mars est tombé à 27 points, moins que ses équivalents allemand, japonais, américain ou britannique. Faute de précédent pour estimer l'effet d'un confinement généralisé sur le PIB, toute estimation précise est impossible. Nous travaillons à partir d'une hypothèse de chute du PIB européen à 80-90% des niveaux normaux de mars et avril, mais ce sera peut-être pire. L'institut français de la statistique, l'INSEE, a publié une première estimation selon laquelle l'activité économique française représentait, mi-mars, seulement 65% de son niveau d'avant-crise.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,8%	2020 : 1,2%
2021 : 1,4%	2021 : 1,1%

La chute plus marquée que prévu des cours du pétrole nous a conduits à réduire drastiquement nos prévisions d'inflation pour 2020, de 1,4% à 0,8%. Nous pensons toutefois qu'elle se normalisera en moyenne à 1,4% en 2021 avec une reprise économique graduelle en U au second semestre de cette année, qui resserrerait progressivement l'écart de production de la France.

Royaume-Uni

Être une île ne suffit pas

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,4%	2020 : 0,8%
2021 : 2,5%	2021 : 1,3%

On a pu croire un certain temps que le Royaume-Uni aborderait différemment et moins radicalement le problème du coronavirus. Las, le gouvernement a dû adopter les mêmes mesures de confinement que sur le continent pour éviter la surcharge inévitable de son système de santé. L'impressionnant plan de relance comporte des mesures ciblées telles qu'un dispositif de maintien de l'emploi, l'extension des allocations chômage aux indépendants, des garanties de prêts, des reports fiscaux et des dépenses publiques directes. Le gouvernement a estimé le coût de ces mesures à 18% du PIB mais son poids sur les finances publiques dépendra *in fine* de la durée et la gravité de la récession. L'activité chutera d'au moins 12% en mars et avril selon nous, avant une reprise en mai-juin en cas de levée progressive des mesures de confinement. La crise vient aggraver certains problèmes britanniques. Un, elle touche des ménages au taux d'épargne est déjà historiquement bas (5%, contre 7% environ avant la crise financière de 2009). Deux, le vaste plan de relance accroît les besoins d'endettement d'un pays qui accuse déjà un déficit courant chronique (la livre fait partie des grandes monnaies les moins performantes depuis le début de l'année). Trois, les négociations avec l'UE devraient passer au second plan tant que les politiques s'occuperont du coronavirus. Bien que le délai s'annonce trop court, Boris Johnson refuse toujours de le prolonger et l'avenir des relations commerciales reste très incertain en 2020.

Inflation

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

Nous avons réduit nos prévisions d'inflation de 1,5% à 1,3% pour 2020 au vu de la baisse des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente devrait s'établir entre 1,5% et 2% cette année. Bien que la récession doive renforcer la tendance à la modération de la revalorisation des salaires, la dépréciation de la livre et les contraintes sur l'offre devraient encourager l'inflation sous-jacente, expliquant l'effet globalement neutre de ces facteurs sur notre scénario de base.

Suisse

Un filet de sécurité bien en place

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -1,3%	2020 : 1,0%
2021 : 3,1%	2021 : 1,4%

Nous manquons actuellement de chiffres pour évaluer précisément les dégâts économiques de la pandémie et des mesures de confinement associées. Notre scénario de base suppose que les pays développés connaîtront le même délai que la Chine entre le début de l'épidémie et l'assouplissement des mesures de confinement. Sur cette base, nous prévoyons une reprise progressive de l'activité à partir de mai. D'ici là, la production suisse devrait chuter de 12%, ce qui impliquerait un décrochement du PIB réel de 1,3% en moyenne en 2020 en glissement annuel. Les principaux risques pour ce scénario seraient une chute de l'activité encore plus prononcée d'ici au mois de mai, une deuxième vague d'infection en Asie ou une nouvelle crise de la dette européenne due à la situation catastrophique de l'Italie et de l'Espagne. Nous pensons que les autorités suisses ont mis en place un filet de sécurité efficace pour atténuer les risques d'un choc durable de la demande, mais les dégâts déjà causés ne laissent aucun doute sur le fait que la Suisse soit entrée en récession. Les statistiques du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) donnent une première idée de l'effet à court terme sur le marché du travail : malgré un recours généralisé au chômage partiel, les offices cantonaux de l'emploi ont enregistré une flambée des inscriptions au chômage, dont le taux devrait selon nous être monté à 2,9% en mars, après 2,5% en février – quand l'économie mondiale n'avait rien à voir avec ce qu'elle est devenue aujourd'hui.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -0,3%	2020 : 0,2%
2021 : 0,6%	2021 : 0,7%

Le fioul domestique coûte aujourd'hui 25% de moins qu'au début de l'année, ce qui réduit l'indice des prix à la consommation suisse d'environ 0,2%. L'incertitude règne sur les perspectives d'inflation à court terme, mais nous pensons que l'effet désinflationniste des promotions dans la distribution pourrait occulter la hausse des prix des biens et services concernés par des ruptures de stock temporaires.

Japon

Le pire est-il déjà passé ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : -3,1%	2020 : -0,7%
2021 : 2,3%	2021 : 1,1%

Le Japon a connu très tôt le coronavirus. Dans notre dernière édition, il était le quatrième pays le plus touché en termes de cas et il n'est aujourd'hui même plus dans les 30 premiers, une amélioration obtenue avec des restrictions étonnamment légères dans la vie quotidienne. La mesure la plus spectaculaire fut la fermeture des écoles mais, par ailleurs, le gouvernement s'est majoritairement contenté de recommandations, comme éviter les voyages non indispensables ou annuler les manifestations de grande ampleur. Les statistiques d'activité jusqu'en février étaient étonnamment bonnes, les ventes de détail comme la production industrielle se remettant du choc consécutif au relèvement de la taxe sur la consommation d'octobre 2019. Les perspectives se sont toutefois assombries depuis. D'abord, la propagation massive du virus dans les autres pays freinera la demande extérieure au deuxième trimestre. Ensuite, le report des Jeux olympiques de Tokyo à l'été 2021 amputera la croissance du troisième trimestre. Enfin, les infections sont récemment réparties en nette hausse dans la région de Tokyo, ce qui pourrait entraîner des mesures de confinement dans le poumon économique du pays. Alors que nous pensions précédemment que les dégâts économiques concerneraient surtout le premier trimestre, nous jugeons qu'ils seront plus également répartis sur le premier semestre, sans modifier nos prévisions de PIB annuelles.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 0,3%	2020 : 0,4%
2021 : 0,3%	2021 : 0,5%

Pour le Japon comme pour les autres pays, nous avons nettement abaissé nos prévisions d'inflation totale sur fond de repli des prix de l'énergie et nous tablons désormais sur une moyenne de 0,3% en 2020 et en 2021. Soulignons que le yen s'est apprécié depuis janvier et que les négociations salariales du printemps (le *shunto*) annoncent une modeste revalorisation des rémunérations. Nous doutons donc que cette récession fasse apparaître la déflation au Japon à court terme.

Chine

Une reprise économique timide

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,8%	2020 : 5,2%
2021 : 8,4%	2021 : 6,1%

L'économie chinoise s'est effondrée sous l'effet des mesures de confinement draconiennes imposées pour limiter la propagation du coronavirus, qui ont paralysé l'activité. Tous les indicateurs économiques sont tombés à des niveaux jamais vus : -24,5% pour la FBCF, -13,5% pour la production industrielle et -20,5% pour les ventes de détail en janvier et en février en glissement annuel. Cela débouchera sur une contraction économique substantielle au premier trimestre, ce qui nous a conduits à abaisser considérablement notre estimation de PIB 2020 de 5,4% à 3,8%. Alors que les nouveaux cas officiels de coronavirus en Chine se raréfient, voire disparaissent, le gouvernement lève les mesures de confinement et recommence à se préoccuper de la croissance. Les indicateurs à haute fréquence tels que la consommation de charbon, qui donne une bonne idée de la production industrielle, ne cessent de s'améliorer. Toutefois, la reprise de la consommation reste lente, comme le montraient des ventes hebdomadaires d'automobiles toujours déprimées. Une nouvelle hausse du chômage pourrait freiner la consommation cette année, sans compter que la propagation rapide du coronavirus entraîne une récession mondiale qui réduit la demande de produits chinois. Nous tablons donc sur une reprise seulement graduelle de l'économie du pays au deuxième trimestre.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020 : 3,6%	2020 : 3,4%
2021 : 2,0%	2021 : 2,2%

L'inflation de février est restée soutenue à 5,2%, sous l'effet des prix alimentaires, qui ont augmenté suite aux achats de précaution massifs et aux restrictions de transport destinées à lutter contre la diffusion du coronavirus. A l'heure où le nombre de nouveaux cas recule fortement, le gouvernement lève les mesures de confinement, ce qui, combiné à l'effondrement des prix de l'énergie, devrait modérer l'inflation au cours des prochains mois.

Economic Research



Marc Brütsch
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

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 le Département économique, Swiss Life Asset Managers, 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, 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.