

Juillet 2021

A retenir

- Etats-Unis : les composants du panier de biens sensibles à la pandémie tirent l'inflation vers le haut
- Zone euro : de nouveaux revers ne sont toujours pas exclus
- Suisse : le PIB retrouve déjà son niveau pré-crise

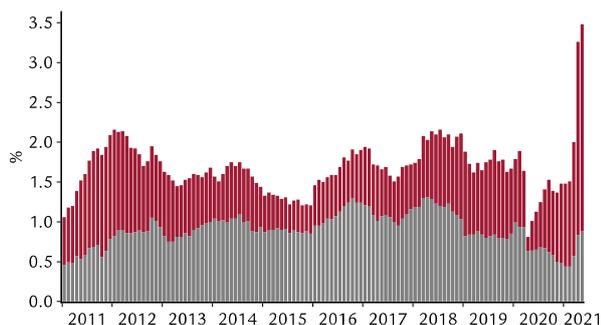
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 14 juin 2021

Graphique du mois

Etats-Unis : contribution à l'inflation sous-jacente
(source : San Francisco Fed)



■ Composants sensibles à la pandémie ■ Composants insensibles

MACROBOND

Le débat fait toujours rage pour savoir si l'inflation n'est que temporaire ou un signe avant-coureur d'un retour à monde que l'on pensait révolu. Le bureau californien de la Fed à San Francisco a calculé l'évolution des prix des biens et services selon leur sensibilité aux mesures de confinement. Il en ressort que la contribution des composants les moins affectés au taux d'inflation sous-jacente est globalement stable. Près des trois quarts du taux d'inflation actuel sont imputables aux composants sensibles à la pandémie. Un résultat qui dénote clairement que cette hausse de prix est de nature unique.

Etats-Unis Twin peaks

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 6,7%
2022 : 3,3%	2022 : 4,1%

La fin du 2^e trimestre marque un sommet à deux égards : primo, les pics de taux de croissance de l'économie américaine sont derrière nous, et secundo, le cycle d'inflation a dépassé son sommet. Le pic de croissance était sous-tendu par d'importantes phases de réouverture – certains États n'appliquent plus de restriction – et par de généreux transferts fiscaux aux ménages. Toutefois, ces facteurs reflueront au 3^e trimestre. La vaccination est également en perte de vitesse. Son rythme outre-Atlantique est désormais nettement en deçà de l'eurozone ou de pays émergents majeurs comme la Chine ou l'Inde, bien que l'immunité collective soit encore nettement hors de portée. Le défi des autorités sanitaires sera d'aller chercher les 47% d'Américains non encore vaccinés, sans quoi plane la menace d'une nouvelle vague pandémique au second semestre. Malgré le ralentissement prévu et nos prévisions de croissance légèrement plus prudentes que le consensus, les Etats-Unis resteront la locomotive de la conjoncture mondiale ces six prochains mois. Sur le plan politique, l'attention se tournera ces prochains mois vers le programme d'infrastructures, où toutes les options en termes de stratégie (bipartisan ou course en solitaire des Démocrates) comme d'étendue du plan sont sur la table.

Inflation

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

En mai, l'inflation a derechef provoqué la surprise, s'accroissant à 5,0%, un record depuis 2008. A nouveau, les véhicules d'occasion ainsi que les biens et services sensibles à la pandémie (voir page 1) en ont été les moteurs. Le cycle d'inflation devrait donc avoir atteint son sommet. Nous prévoyons dès juin un repli et dès août une stabilisation autour de 3,6% pour l'inflation globale et 2,9% pour l'inflation sous-jacente.

Zone euro L'argent de l'UE coule à flots

Croissance du PIB

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

Comme à l'été 2020, les mesures de restrictions sont levées en Europe, notamment pour sauver la saison touristique. Il s'agit ici de garder un œil sur la diffusion du variant delta et de le mettre en balance avec la progression vaccinale. Pour l'heure, une quatrième vague à l'automne est tout à fait envisageable, mais ses dégâts économiques à court terme devraient être moindres que lors de l'hiver 2020/2021. Dans les prochains jours, les vannes du plan de relance européen seront ouvertes pour les Etats membres, et ces liquidités devraient représenter, en moyenne, environ 0,6% du PIB de la zone euro en 2021 et 2022. L'efficacité d'instruments de politique budgétaire pour lutter contre la récession doit être jugée à l'aune de la rapidité de leur déploiement et de leur effet à long terme sur la croissance. Les programmes de chômage partiel, très répandus au printemps 2020, sont particulièrement rapides à mettre en place. Le plan de relance européen, en revanche, a eu en 2020 un effet psychologique positif, en contribuant à contenir la prime de risque sur les obligations émises par les Etats membres du Sud particulièrement touchés par la pandémie. Cet afflux de fonds libère désormais son effet procyclique, raffermissant la croissance, mais participant des risques d'inflation.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,8%
2022 : 1,3%	2022 : 1,4%

Actuellement, 14 des 19 pays membres de l'UEM affichent une inflation d'au moins 1,8 %, contre sept le mois dernier. Aucune surprise donc à ce que le risque d'inflation ait enflammé les débats des dernières semaines. Nous n'attribuons qu'une probabilité de 25% au scénario d'une inflation durablement plus élevée ces prochaines années. Dans notre scénario de référence jusqu'en 2024, nous pensons que le taux d'inflation de la zone euro va osciller autour de 1,5%.

Allemagne

Optimisme des prestataires

Croissance du PIB

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

Récemment, de plus en plus de signes indiquent que la confiance économique s'étend aux PME, et notamment aux prestataires de services. Selon l'institut ifo, nombreuses sont les branches parmi les dix plus confiantes pour les six prochains mois à avoir été particulièrement affectées par les mesures de restriction. Il s'agit notamment de l'hôtellerie-restauration, ainsi que tout le secteur du transport de personnes et les agences de voyages. Selon la même source, les intentions d'embauche des prestataires ont également largement augmenté. Une évolution à mettre au crédit de l'accélération de la vaccination et des taux d'incidence en chute rapide. Les étapes d'assouplissement vont donc se succéder à un rythme soutenu, favorisant la dynamique de l'économie nationale et le moral des ménages. Selon l'institut GfK, ce dernier a progressé en juin pour la deuxième fois de rang. Les perspectives d'emploi en nette amélioration et celles de hausse des salaires devraient donner gonfler le moral au second semestre. Dans ce contexte, les élections fédérales de septembre vont occuper le devant de la scène. Selon les derniers sondages, les partis traditionnellement conservateurs en matière de budget que sont la CDU, la CSU et le FDP pourraient avoir les faveurs des électeurs. Le choix des urnes en matière de fiscalité aura des conséquences sur la politique budgétaire au-delà des frontières de la première puissance européenne.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,4%	2021 : 2,5%
2022 : 1,3%	2022 : 1,7%

Le taux de variation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH) va passer de 2,1% actuellement à 3,4% en novembre, avant de repasser sous les 1,5% au 1^{er} trimestre 2022. Même si les cris d'orfraie se multiplient concernant le risque d'inflation en Allemagne, c'est précisément dans ce pays que les causes temporaires de la hausse cette année sont criantes.

France

Question de prolongation

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,0%	2021 : 5,5%
2022 : 3,1%	2022 : 3,9%

La France vit actuellement sa propre expérience de la prolongation. L'assouplissement hésitant des mesures de restriction a été suivi d'un cuisant revers sportif contre le petit voisin helvète, et sur le plan politique, le renouvellement du quinquennat d'Emmanuel Macron en 2022 est tout sauf certain. La résurgence des partis traditionnels aux élections régionales et départementales donne un coup d'envoi passionnant à la campagne pour l'Elysée. Le scepticisme vaccinal, comparativement élevé en France, peut expliquer l'essoufflement de la vaccination. Associé à la diffusion du variant delta, il peut constituer un risque pour la reprise qui s'est amorcée dans le secteur des services. Toutefois, le sentiment économique général est tout à fait positif à l'orée de la saison estivale. Les indicateurs du moral des entreprises signalent une forte reprise, dont profitent aussi de plus en plus de PME. Dans l'optique de l'élection présidentielle, la politique budgétaire continuera de soutenir la reprise économique au cours des prochains mois. Emmanuel Macron sera jugé sur son bilan face à la pandémie, mais aussi sur sa promesse de ramener le chômage à 7% de la population active. Malgré la récession de l'année 2020, cet objectif reste atteignable : à la fin du 1^{er} trimestre 2021, le taux de chômage était de 7,8%, contre 8,9% au 4^e trimestre 2020.

Inflation

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

Récemment, le taux d'inflation s'établissait à 1,8%, et l'évolution ces prochains mois restera très volatile. En juillet, un fort effet de base entraînera un unique et net recul du taux de variation annuelle. Par contre, la levée des restrictions va entraîner une hausse des prix dans le tertiaire.

Royaume-Uni

Le « Freedom Day » attendra

Croissance du PIB

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

Le nombre de cas de Covid-19 a grimpé en flèche depuis la fin mai en raison du variant delta et se retrouve à son plus haut niveau depuis février. Le Premier ministre Boris Johnson a donc annoncé le report de quatre semaines, au 19 juillet, du « Freedom Day », jour où doivent être levées toutes les restrictions, pour donner plus de temps pour vacciner. Au départ, le Royaume-Uni avait donné la priorité au plus grand nombre de premières injections possible, mais il accuse désormais du retard sur les secondes doses, qui devraient nettement accroître la protection face au variant delta. Le report du « Freedom Day » n'impactera le chemin de croissance qu'à la marge. Le PMI du secteur tertiaire a certes ralenti en juin, mais demeure solidement ancré en territoire positif. Les chiffres mensuels d'activité se sont de plus améliorés plus que prévu, nous avons donc légèrement relevé notre pronostic de PIB pour 2021. En revanche et comme prévu, le Brexit demeure un frein à l'économie britannique. Selon l'enquête PMI, les commandes à l'exportation sont plus hésitantes qu'ailleurs en Europe, signe d'une incertitude durable sur les relations commerciales. La pierre d'achoppement demeure le protocole nord-irlandais, un conflit larvé qui freine actuellement les progrès dans d'autres domaines et pourrait, dans le pire des cas, entraîner des mesures de rétorsion réciproques comme des droits de douane.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,7%	2021 : 1,7%
2022 : 1,8%	2022 : 2,3%

Après quelques mois de calme, le Royaume-Uni est à son tour surpris par l'inflation. En mai, l'inflation globale est passée de 1,5% à 2,1%. La levée des restrictions a visiblement eu un effet plus fort qu'attendu sur les prix des biens et services concernés, comme la restauration. Nous avons ainsi relevé notre prévision d'inflation pour 2021, de 1,4% à 1,7%.

Suisse

Retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

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

A la fin du 2^e trimestre 2021, le PIB de la Suisse devrait avoir retrouvé son niveau du 4^e trimestre 2019. L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire, développé ad hoc par le SECO, est depuis fin mai systématiquement au-dessus de sa valeur antérieure au confinement du printemps 2020. Après un léger repli au 1^{er} trimestre 2021, où le PIB réel a cédé 0,5% en glissement trimestriel, la dynamique a repris de la vigueur grâce aux assouplissements rapidement mis en place. Notre estimation du recul du PIB en début d'année était très proche de la valeur officielle et n'a pas appelé de révision des prévisions pour l'ensemble de l'année. Ailleurs cependant, le besoin d'ajustement semblait plus important, comme en témoigne le relèvement de la prévision du consensus pour 2021, passée de 3,3% à 3,5% désormais. Nous sommes toutefois aujourd'hui plus confiants dans le fait que les stimuli procycliques des politiques monétaires et budgétaires des économies occidentales auront un effet positif plus durable sur l'économie d'exportation suisse. La nette accélération de la vaccination nous conduit également à relever notre prévision de croissance du PIB de l'an prochain. Même en cas de quatrième vague, les pertes économiques devraient être encore plus limitées que lors des mois d'octobre 2020 à mars 2021.

Inflation

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

Les représentants de la Banque nationale suisse (BNS) ont récemment clairement fait savoir que la hausse des taux d'inflation n'entraînerait pas d'évolution de la politique monétaire. L'inflation suisse devrait certainement évoluer dans la fourchette de 0% à 2% au cours des prochaines années. La BNS atteindra ainsi, après quatre phases déflationnistes depuis 2008, son objectif de stabilité des prix.

Japon

Médiocrité persistante

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,6%
2022 : 2,0%	2022 : 2,8%

L'économie japonaise semble encore engluée dans une forme de médiocrité. La lenteur de la vaccination, le yo-yo du nombre de cas de Covid-19, un gouvernement modérément populaire et hésitant face à la pandémie sont autant de facteurs expliquant que la reprise économique en 2021 au Japon est la plus faible de tout le monde industrialisé. Concédonsons-le, l'effondrement pendant la pandémie ne mérite pas vraiment ce qualificatif, mais globalement, les derniers chiffres de la conjoncture, des ventes au détail à la production industrielle en passant par le taux de chômage, ont tous été décevants. De plus, la confiance est loin de régner parmi les entreprises. Tandis que les PMI de l'industrie des principaux pays industrialisés tutoyaient des sommets historiques en juin, au Japon, cet indicateur se maintient tout juste en territoire positif après un net recul. La problématique actuelle semble être la demande intérieure, alors que la situation en matière de commandes à l'exportation continue de s'améliorer. La dynamique devrait toutefois rosir au second semestre : la reprise mondiale se poursuit et entraînera avec elle l'économie d'exportation japonaise, tandis que des effets de rattrapage sont attendus côté consommation. Toutefois, notre prévision de croissance pour 2021, et surtout pour 2022, demeure prudente par rapport au consensus.

Inflation

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

Alors que la reprise conjoncturelle est médiocre, l'inflation japonaise réussit l'exploit de faire pire. Des problèmes structurels de longue date comme le faible pouvoir de fixation des prix des entreprises, la modération salariale et la mentalité déflationniste générale des agents économiques ont pour conséquence une inflation quasi nulle des prix à la consommation, malgré la hausse des prix des matières premières et à la production.

Chine

Peu d'effets décalés

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,2%	2021 : 8,7%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

La Chine applique une tolérance zéro face aux nouveaux foyers locaux de Covid-19. Récemment, certains sont apparus dans la région dynamique du delta de la Rivière des Perles, avec de vives réactions des autorités et des effets sur la production et l'expédition des biens exportés. A cet égard, la récente accélération de la vaccination est encourageante. La seconde puissance mondiale administre actuellement quelque 22 millions de doses par jour, soit 1,6% de sa population, un record mondial en termes absolus. Mais des inconnues demeurent : quelle sera l'efficacité du vaccin chinois contre le variant delta ? Les autorités adopteront-elles une stratégie de restriction moins radicale à mesure de l'immunisation de la population ? Un changement d'orientation serait assurément une bonne nouvelle pour la consommation intérieure, plutôt décevante récemment, notamment du fait de politiques monétaire et budgétaire timides. En parallèle, l'économie exportatrice profite de la forte demande mondiale de biens de consommation, bien que les prix plus élevés et un billet vert plus faible en glissement annuel gonflent quelque peu la croissance des exportations chinoises. Ironiquement, les mesures d'ouverture dans les pays industrialisés, qui devraient entraîner un report de la demande des biens de consommation vers les services au second semestre, sont un risque pour la reprise de l'économie chinoise, fortement exportatrice.

Inflation

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

Les prix à la production ont continué leur hausse sur fond d'augmentation de prix des matières premières, à 9,0% en mai. Comme lors de la dernière hausse des prix à la production en 2016/2017, nous n'attendons que de faibles effets décalés sur l'inflation des prix à la consommation. En mai, elle est passée de 0,9% à 1,3%, notamment du fait d'un effet de base positif, et devrait franchir la barre des 2% fin 2021.

Economic Research



Marc Brüttsch
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 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 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.