

Avril 2024

## A retenir

- Etats-Unis : ralentissement du commerce de détail, éclaircie dans l'immobilier, marché du travail contrasté
- Europe : dynamique toujours faible, mais premiers signes d'espoir et baisse de taux surprise
- Chine : objectif de croissance de 5% irréaliste, mesures budgétaires annoncées toujours vagues

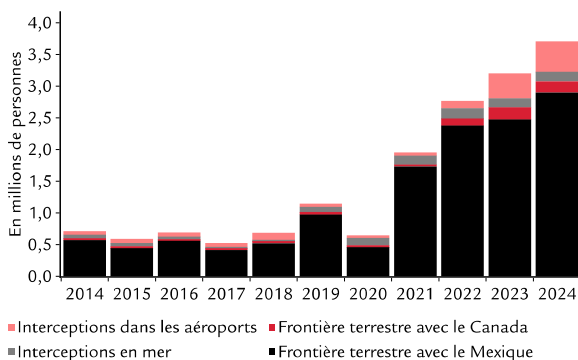
## Prévisions comparées

|             | Croissance du PIB 2024 |           | Croissance du PIB 2025 |           | Inflation 2024 |           | Inflation 2025 |           |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
|             | Swiss Life AM          | Consensus | Swiss Life AM          | Consensus | Swiss Life AM  | Consensus | Swiss Life AM  | Consensus |
| Etats-Unis  | 2,1%                   | 2,2% ↑    | 1,7%                   | 1,6% ↓    | 3,1% ↑         | 2,8% ↑    | 2,4%           | 2,2%      |
| Zone euro   | 0,3%                   | 0,5%      | 1,0%                   | 1,3%      | 2,5% ↑         | 2,3%      | 2,0%           | 2,0%      |
| Allemagne   | -0,2%                  | 0,1% ↓    | 1,0%                   | 1,1%      | 2,2%           | 2,5%      | 1,9%           | 2,1%      |
| France      | 0,7% ↑                 | 0,7%      | 1,0%                   | 1,3%      | 2,3% ↑         | 2,5% ↑    | 1,7% ↓         | 1,9%      |
| Italie      | 0,6% ↑                 | 0,6% ↑    | 0,8%                   | 1,0%      | 1,7%           | 1,8% ↓    | 1,9%           | 1,9%      |
| Espagne     | 1,3%                   | 1,6% ↑    | 1,6%                   | 1,8%      | 2,9% ↑         | 3,0% ↑    | 2,1%           | 2,2% ↑    |
| Royaume-Uni | 0,1%                   | 0,2% ↓    | 1,0%                   | 1,1%      | 3,0%           | 2,5% ↓    | 2,4%           | 2,2% ↑    |
| Suisse      | 1,2% ↑                 | 1,1%      | 0,9%                   | 1,6%      | 1,2%           | 1,4% ↓    | 0,9%           | 1,1% ↓    |
| Japon       | 0,4% ↑                 | 0,6% ↓    | 0,7%                   | 1,1% ↑    | 2,0% ↑         | 2,3%      | 1,5% ↑         | 1,6%      |
| Chine       | 4,5%                   | 4,7% ↑    | 4,4%                   | 4,4% ↑    | 0,8% ↑         | 0,8% ↓    | 1,9%           | 1,6%      |

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 mars 2024

## Graphique du mois

US Customs and Border Protection : interceptions de migrants à la frontière, chiffres extrapolés pour l'exercice 2024



Sous la présidence de Joe Biden, la pression migratoire en provenance d'Amérique latine notamment a fortement augmenté. En 2023, six fois plus de clandestins qu'en 2020 ont tenté de franchir la frontière. De nombreuses tentatives aboutissent, et le Congressional Budget Office (CBO), un service indépendant, estime que l'immigration illégale s'est élevée à 2,4 millions de personnes rien qu'en 2023, soit bien plus qu'avant la pandémie. Ce bond a probablement contribué à la solide croissance économique, inattendue, en 2023. L'immigration sera également un thème majeur de la campagne présidentielle, et pourrait coûter des voix au camp démocrate.

## Etats-Unis

### Marché du travail : quo vadis ?

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,1%               | 2024 : 2,2% |
| 2025 : 1,7%               | 2025 : 1,6% |

Au 1<sup>er</sup> trimestre, la consommation des ménages américains a pesé sur la dynamique, comme prévu. Les ventes au détail ont été timides en janvier et février, et le PMI des services a enregistré un repli en mars. Nous estimons qu'il s'agit là d'une normalisation de la croissance de la consommation, depuis un niveau qui n'était pas tenable. En revanche, la détente côté conditions de financement a un impact positif sur le secteur immobilier. D'après l'enquête NAHB, le moral s'est nettement amélioré et le marché des transactions pour les maisons individuelles a repris de la vitesse depuis le début de l'année. Jusqu'ici, tout est clair. Mais les chiffres du marché du travail envoient des signaux contradictoires. La croissance de l'emploi, basée sur une enquête auprès des entreprises (« establishment survey »), a largement dépassé les attentes en janvier et février, et les demandes d'indemnisation chômage n'ont absolument rien d'alarmant. Sur la même période, l'enquête auprès des ménages (« household survey ») affiche quant à elle un repli de l'emploi et un taux de chômage en hausse. Généralement, nous sommes plus attentifs à la première enquête, car l'échantillon est plus important, mais cela explique difficilement la divergence record actuelle. La forte immigration illégale est une explication possible (voir graphique du mois) : elle se reflète dans la croissance de l'emploi, mais certaines voix indiquent qu'elle n'est pas suffisamment traduite dans la « household survey ».

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 3,1%               | 2024 : 2,8% |
| 2025 : 2,4%               | 2025 : 2,2% |

Après le choc d'inflation en janvier, les chiffres de février n'ont pas permis de lever l'alerte. L'inflation globale américaine est passée de 3,1% à 3,2%, portée par des prix de l'énergie élevés. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) a reculé moins que prévu, de 3,9% à 3,8%. Une fois de plus, les coûts de location ont augmenté, en contradiction avec la pression qui reflue sur les prix des loyers nouveaux et existants.

## Zone euro

### En craignant novembre

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,3%               | 2024 : 0,5% |
| 2025 : 1,0%               | 2025 : 1,3% |

La zone euro est aux prises non seulement avec une faible croissance cyclique, persistant au 1<sup>er</sup> trimestre 2024, mais aussi avec des difficultés structurelles, notamment la perte constante de compétitivité internationale. En parallèle, l'évolution de la guerre en Ukraine alimente les inquiétudes et souligne le besoin de hausse des dépenses de défense à l'échelle de l'UE. Un second mandat de Donald Trump aggraverait la problématique du commerce comme celle de la défense, même s'il est peu probable que les menaces du candidat républicain (droits de douane de 10% sur toutes les importations de biens et retrait de l'OTAN) soient pleinement mises à exécution. La zone euro pâtirait bien davantage que les Etats-Unis d'un conflit commercial à grande échelle. Les exportations vers les Etats-Unis représentent environ 3,4% du PIB de l'UEM, les exportations des Etats-Unis vers la zone euro environ 1,4% du PIB américain. Il n'est pas sûr que cette fois-ci, formuler une intention non contraignante d'acheter davantage de produits américains apaiserait Donald Trump. Pareille « promesse » serait d'ailleurs contradictoire avec l'objectif annoncé de la nouvelle stratégie de défense de l'UE, qui vise d'ici 2035 une part de 60% des achats d'équipement intra-européens. Aujourd'hui, 63% proviennent des Etats-Unis. Le financement reste un autre point faible de la stratégie, en particulier dans une période où la consolidation fiscale au plan national est à nouveau à l'ordre du jour.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,5%               | 2024 : 2,3% |
| 2025 : 2,0%               | 2025 : 2,0% |

Un second mandat de Donald Trump serait négatif pour la croissance européenne. L'effet sur l'inflation est en revanche incertain. La multiplication des barrières au commerce et la hausse des dépenses publiques pour la défense l'augmenteraient au moins temporairement ; une demande globalement plus faible aurait l'effet inverse. L'inflation devrait toutefois reculer jusqu'à l'élection, après avoir légèrement surpris à la hausse en février (2,6%).

## Allemagne

### Faible activité en janvier

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : -0,2%              | 2024 : 0,1% |
| 2025 : 1,0%               | 2025 : 1,1% |

En 2022, les exportations vers les Etats-Unis ont représenté 4% du PIB allemand. Sur le Vieux Continent, cette part n'est supérieure qu'en Irlande (11,8%), en Suisse (8,0%) et en Belgique (6,4%). L'Allemagne est donc bien plus exposée au risque d'un protectionnisme accru de Washington que les trois autres plus grandes économies de l'UE (Italie : 3,3%, France : 1,8%, Espagne : 1,4%). De plus, Donald Trump voit d'un mauvais œil les importations automobiles et de nouvelles entraves au commerce dans ce secteur seraient particulièrement douloureuses pour l'Allemagne. Sans compter que l'économie allemande est déjà à la traîne de ses semblables. En janvier, la production industrielle n'a pas pu compenser la totalité de la chute de décembre, et reste inférieure de 10,7% au niveau pré-covid (zone euro : -2,5%). Les ventes au détail poursuivent leur repli et sont ainsi inférieures de 1,2% au niveau de janvier 2020 (zone euro : +1,4%). L'indice des directeurs d'achat de l'industrie reste particulièrement faible en Allemagne. Le nouveau repli en mars est certes largement dû à la normalisation des délais de livraison, mais l'indice d'emploi a également reculé tandis que ceux de la production et des nouvelles commandes ne se sont améliorés qu'à la marge. L'amélioration du moral dont fait état l'enquête ifo, tous secteurs confondus, représente une lueur d'espoir, même si les niveaux de départ sont globalement faibles.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,2%               | 2024 : 2,5% |
| 2025 : 1,9%               | 2025 : 2,1% |

En février, l'inflation globale est passée de 2,9% à 2,5%. L'inflation sous-jacente stagne à 3,4%, avec une vive hausse des prix des services et une augmentation étonnamment forte de ceux des produits de base. En janvier, la croissance annuelle des salaires négociés est constante à 2,4%, après avoir ralenti sans cesse depuis juillet 2023 et un niveau de 3,5%. Nous estimons qu'il faudra attendre 2025 pour voir l'inflation sous-jacente passer sous 2%.

## France

### Un défi (pas uniquement) sportif

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,7%               | 2024 : 0,7% |
| 2025 : 1,0%               | 2025 : 1,3% |

Tous les camps trouveront des informations intéressantes dans les dernières enquêtes menées auprès des entreprises. Les pessimistes argueront du repli des PMI dans l'industrie et dans les services au mois de mars. A l'exception de janvier 2023, le PMI du secondaire signe son dix-neuvième mois de suite sous le seuil de croissance de 50 points. Dans le tertiaire, le séjour en territoire de contraction s'élève à dix mois d'affilée. Pour les tenants de l'optimisme pour le reste de l'année, les données des enquêtes de l'INSEE auprès des entreprises, en forte hausse en mars, ont de quoi réjouir. D'après l'institut statistique hexagonal, les carnets de commandes de l'industrie manufacturière se remplissent depuis janvier. L'indicateur correspondant se trouve actuellement à son plus haut niveau depuis décembre 2022. Cela pourrait être un indice de la fin prochaine et effective de la crise du pouvoir d'achat. La conjugaison de salaires réels en hausse pour la première fois depuis 2021 et l'attente d'une baisse des coûts de financement nous donnent espoir en un rebond de la demande de la consommation et de l'investissement en cours d'année. Un facteur complique la prévision quantitative de la croissance du PIB en 2024 : il n'est pour l'heure pas possible d'estimer les effets nets de l'organisation des Jeux olympiques d'été sur la richesse nationale.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 2,3%               | 2024 : 2,5% |
| 2025 : 1,7%               | 2025 : 1,9% |

L'olympiade estivale complique également la prévision d'inflation. Cet été, les prestataires de services devraient faire jouer à plein leur pouvoir de fixation des prix face à des touristes férus de sport. La tendance générale de l'inflation reste orientée à la baisse, notamment dans le prêt-à-porter, la communication et les appareils ménagers. Nous prévoyons une baisse du taux d'inflation sous les 2% d'ici le 4<sup>e</sup> trimestre 2024.

## Italie

### Recul de la prime de risque

Les données économiques italiennes restent réjouissantes. Le PMI de mars n'était pas disponible à la clôture de la rédaction. Cependant, l'évolution jusqu'à février inclus pointe vers une accélération de la dynamique dans le secteur des services, tandis que celui de l'industrie ralentit comme dans le reste de l'Europe. Notre modèle simplifié, qui régresse le PMI sur la croissance économique, prévoit une croissance de 0,2% au 1<sup>er</sup> trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. L'Italie pourrait ainsi maintenir l'élan du deuxième semestre 2023 et faire derechef mieux que l'Allemagne. Les obligations d'Etat italiennes ont également été plus performantes. Tandis que les rendements des Bunds allemands à 10 ans ont gagné 0,3 points de pourcentage depuis début 2024, ceux des emprunts d'Etat italiens ont légèrement reculé. «Lo spread», la prime de risque sur les emprunts souverains italiens par rapport aux allemands, affiche sa plus faible valeur en deux ans – une « marque de confiance » des marchés financiers qui pourrait profiter à la croissance italienne en 2024 à travers des conditions de financement plus souples.

## Espagne

### Un marché du travail solide

En février, le PMI de l'industrie espagnole a franchi la barre des 50 points pour la première fois depuis mars 2023, les indices de production, des nouvelles commandes et de l'emploi s'améliorant. Ce dernier a atteint sa valeur la plus élevée depuis mai 2023. Le marché du travail se montre globalement solide. En janvier, le taux de chômage continue de reculer, à 11,6%, contre 13,0% il y a un an. La plus forte baisse est constatée chez les femmes de 15 à 24 ans, avec un taux de 27,7%. Chez les hommes de la même classe d'âge, le taux est en hausse et atteint 29,4%. A partir de 25 ans, tout change : le taux de chômage est de 8,5% pour les hommes, nettement inférieur à celui des femmes, inscrit à 12,1%. En février, le nombre de salariés a connu sa plus forte hausse depuis avril 2023, et la peur du chômage recule d'après les enquêtes auprès des ménages. Les personnes âgées de 30 à 49 ans sont les plus inquiètes. Par rapport à 2023, la croissance des salaires affichait une hausse de 2,6% en février. Toutefois, les salaires réels sont en légère baisse, considérant l'inflation à 2,8%.

## Suisse

### Baisse du taux et de l'inflation ?

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 1,2%               | 2024 : 1,1% |
| 2025 : 0,9%               | 2025 : 1,6% |

L'indice de l'activité économique hebdomadaire du SECO et d'autres indicateurs régionaux à haute fréquence ont traîné leur peine tout au long du 1<sup>er</sup> trimestre. Cela vient confirmer notre constat des dernières semaines d'une dynamique économique au ralenti. Le 21 mars, la Banque nationale suisse (BNS) a décidé d'entrer en jeu en abaissant son taux directeur, à la surprise quasi générale des analystes. La BNS a justifié la baisse des taux d'intérêt non seulement par la stabilisation de l'inflation, mais aussi par la volonté de soutenir l'évolution économique par la baisse des taux. Nous prévoyons toujours une accélération de la dynamique conjoncturelle en cours d'année. Pour que notre hypothèse se concrétise, il faudrait que les valeurs des PMI de tous les secteurs dépassent les 50 points au 2<sup>e</sup> trimestre. De même, nous nous attendrions à une amélioration du climat de consommation, qui est depuis peu sondé mensuellement par le SECO. La première hausse des salaires réels en Europe depuis 2021 et la politique monétaire porteuse sont des signes avant-coureurs d'une telle évolution.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 1,2%               | 2024 : 1,4% |
| 2025 : 0,9%               | 2025 : 1,1% |

Selon la théorie, la baisse de taux de la BNS aura pour conséquence une dépréciation du franc suisse, relevant ainsi la probabilité de hausse des prix à l'importation à court terme. Mais en raison d'une particularité suisse et de façon contre-intuitive, cette baisse a eu un effet modérateur sur l'évolution de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC). En effet, la probabilité d'une nouvelle hausse du taux d'intérêt hypothécaire de référence diminue. Ce dernier est déterminant pour fixer les loyers existants. Sans hausse de ce taux, la progression des loyers dans l'IPC en 2025 sera moins forte que prévu.

## Royaume-Uni

### Baisses d'impôts au menu

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,1%               | 2024 : 0,2% |
| 2025 : 1,0%               | 2025 : 1,1% |

En mars, bien plus que les données économiques, les politiques budgétaire et monétaire ont cristallisé l'attention. Jeremy Hunt, Chancelier de l'Echiquier, a présenté le « budget de printemps », dont la mesure phare est la baisse des cotisations à l'assurance sociale (*National Insurance*) de 2 points de pourcentage. De plus, le gel de la taxe sur les carburants et les combustibles est prolongé. Le coût de ces mesures sera d'environ 0,5% du PIB. A l'inverse, les règles fiscales pour les étrangers (fortunés pour la plupart) déclarant que leur résidence principale se trouve hors du royaume devraient être durcies. Les autres « contre-financements », comme des hypothèses de hausse de la productivité, sont discutables. Le budget pourrait donc livrer un stimulus fiscal global positif à la marge. Toutefois, ce budget répond à une logique électorale : Les élections législatives se tiendront au plus tard le 28 janvier 2025, et les Tories sont donnés perdants par les sondages. Le budget crée ainsi un fait accompli, aux mesures populaires auprès d'une partie de l'électorat du Labour. La politique monétaire est encore plus importante pour les perspectives économiques. Les interventions du gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE) ainsi que la répartition des votes lors de la décision sur les taux en mars ont fait s'avancer les prévisions du marché. Ce dernier considère désormais le 20 juin comme date possible pour une première baisse.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 3,0%               | 2024 : 2,5% |
| 2025 : 2,4%               | 2025 : 2,2% |

Les chiffres d'inflation de février ont aussi suscité l'espoir d'une baisse de taux de la BoE plus tôt que prévu. L'inflation, globale comme sous-jacente, a reculé plus fortement que prévu par les marchés, passant respectivement de 4,0% à 3,4% et de 5,1% à 4,5%. Les derniers chiffres du marché du travail sont faibles, alimentant un nouveau repli de la croissance des salaires.

## Chine

### Un objectif trop ambitieux

#### Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 4,5%               | 2024 : 4,7% |
| 2025 : 4,4%               | 2025 : 4,4% |

Pour 2024, Pékin a annoncé un objectif de croissance « d'environ 5% », inchangé par rapport à 2023. Il nous semble démesurément ambitieux, car il nécessiterait un sérieux plan de relance pour être atteint. L'objectif de déficit budgétaire, dépenses pour les « emprunts d'Etat spéciaux » incluses, n'a toutefois été relevé qu'à la marge (de 3,5% à 4,1% du PIB) par rapport à l'an dernier. Les mesures de soutien au secteur immobilier, actuellement le principal casse-tête pour l'économie chinoise, restent également vagues. Pékin a certes affiché sa volonté de le soutenir grâce à des programmes publics de logements abordables et de rénovations urbaines, ce qui pourrait entraîner une hausse des investissements immobiliers. Toutefois, les contours de cette annonce sont flous et des chiffres concrets font défaut. Nous estimons donc que Pékin va adopter une approche prudente quant à ces investissements. Considérant les annonces budgétaires timides et le flou régnant sur les mesures concernant le secteur immobilier, nous nous abstenons de revoir notre prévision de croissance actuelle de 4,5%. L'objectif annoncé ne serait donc pas atteint, un événement rare, mais qui s'est déjà produit.

#### Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus   |
|---------------------------|-------------|
| 2024 : 0,8%               | 2024 : 0,8% |
| 2025 : 1,9%               | 2025 : 1,6% |

L'inflation chinoise a augmenté pour atteindre 0,7% en février, dépassant nos prévisions. Elle est liée à la période du Nouvel An lunaire, source de prix plus élevés des denrées alimentaires et des déplacements. Une demande contenue et des capacités excédentaires devraient induire une inflation modérée pour le reste de 2024.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**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 Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@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](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 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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.