

Mai 2024

A retenir

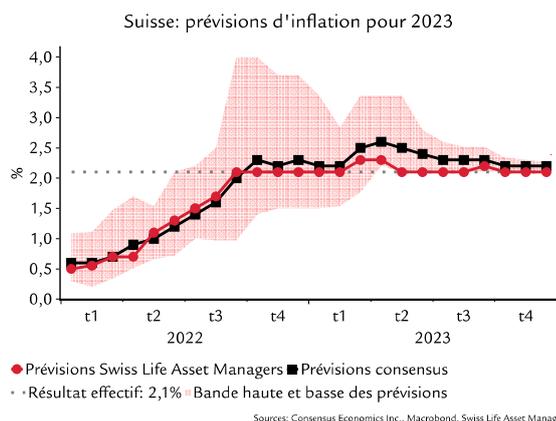
- Etats-Unis : croissance solide, forte inflation, mais pression salariale toujours en repli
- Europe : les pays d'Europe méridionale actuellement champions de l'UEM
- Chine : forte croissance au 1^{er} trimestre, mais la dépression immobilière présage une dynamique en repli

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	2,4% ↑	2,3% ↑	1,7%	1,7% ↑	3,3% ↑	2,9% ↑	2,4%	2,2%
Zone euro	0,3%	0,5%	1,0%	1,4% ↑	2,4% ↓	2,3%	2,0%	1,9% ↓
Allemagne	-0,2%	0,1%	1,0%	1,1%	2,3% ↑	2,4% ↓	1,9%	2,0% ↓
France	0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	2,2% ↓	2,5%	1,7%	1,9%
Italie	0,7% ↑	0,7% ↑	0,8%	1,0%	1,3% ↓	1,6% ↓	1,9%	1,8% ↓
Espagne	1,5% ↑	1,7% ↑	1,5% ↓	1,8%	3,0% ↑	3,0%	2,1%	2,1% ↓
Royaume-Uni	0,3% ↑	0,3% ↑	1,0%	1,2% ↑	3,0%	2,5%	2,4%	2,2%
Suisse	1,2%	1,2% ↑	1,0% ↑	1,6%	1,1% ↓	1,3% ↓	0,7% ↓	1,1%
Japon	0,4%	0,6%	0,7%	1,2% ↑	2,2% ↑	2,4% ↑	1,5%	1,8% ↑
Chine	4,9% ↑	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, 8 avril 2024

Graphique du mois



Consensus Economics, leader mondial de l'évaluation des prévisions de conjoncture, récompense chaque année les projections les plus précises. En 2023, Swiss Life Asset Managers atteint une fois de plus la plus haute marche du podium du prix Forecast Accuracy Award pour la Suisse. Le graphique ci-contre présente l'évolution de nos prévisions d'inflation pour 2023 depuis janvier 2022. Le choc consécutif à l'attaque russe en Ukraine a demandé initialement des corrections régulières de la projection. Mais à partir d'octobre 2022, notre prévision légèrement inférieure à celle du consensus était très proche de la réalité.

Etats-Unis

Pression salariale en repli

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,3%
2025 : 1,7%	2025 : 1,7%

A la clôture de la rédaction, les chiffres officiels du PIB au 1^{er} trimestre n'avaient pas encore été publiés. Toutefois, les données d'activité disponibles indiquent qu'après un deuxième semestre 2023 vigoureux, la croissance américaine s'est désormais stabilisée autour de 2% en rythme annuel. La consommation des ménages est solide – les ventes au détail en mars ont compensé un début d'année timide – tandis que la production industrielle évolue latéralement depuis mi-2022. Dans ce secteur, un rebond se dessine pour le 2^e trimestre: les PMI indiquent une amélioration globale des carnets de commandes depuis janvier. A l'inverse, la forte hausse du volume de transactions sur le marché résidentiel a déjà subi un coup de frein en mars, et les perspectives pour le 2^e trimestre se sont assombries. Ce recul est dû à l'augmentation des taux hypothécaires, les marchés financiers ayant nettement revu à la baisse leurs attentes en matière de réductions des taux directeurs. Le marché du travail demeure une lueur d'espoir pour la Fed, car la pression salariale diminue légèrement. Le nombre de postes vacants recule et les salariés sont moins enclins à changer d'entreprise que ces années précédentes. Si les prévisions record en matière d'immigration pour l'année en cours se confirment, cela pourrait constituer un « choc d'offre positif » pour l'économie : autrement dit, un facteur bénéfique à la croissance et à l'emploi, sans augmentation de la pression salariale.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 3,3%	2024 : 2,9%
2025 : 2,4%	2025 : 2,2%

En mars également, l'inflation a donné matière à inquiétude : hausse des prix de l'énergie, forte inflation des coûts du logement et des primes d'assurance auto devenues l'un des principaux moteurs de l'inflation. Les effets de rattrapage post-covid semblent être à l'œuvre (hausse des prix des véhicules, normalisation du kilométrage). Les spécialistes s'accordent à dire que la pression sur les prix devrait s'atténuer au plus tard en 2025.

Zone euro

L'Europe méridionale va presto

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,3%	2024 : 0,5%
2025 : 1,0%	2025 : 1,4%

Depuis janvier, l'évolution de la zone euro est globalement conforme à nos prévisions. Le sud du Vieux Continent, Italie et Espagne en tête, fait figure de champion. Dans ces deux pays, les PMI du secteur des services comme celui de la production s'inscrivent au-dessus du seuil de croissance des 50 points, à un niveau bien supérieur aux attentes. En France et en Allemagne, les mêmes indicateurs restent englués sous le seuil des 50 points. Seuls disponibles à la clôture de la rédaction, les chiffres d'avril des deux plus grandes économies de l'UEM témoignent d'une nouvelle amélioration du moral du secteur tertiaire. Ainsi, le secteur manufacturier reste en besoin de rattrapage par rapport aux services. De premiers signes encourageants émanent d'Allemagne, où la production industrielle a livré une bonne surprise en février. La consommation s'améliore légèrement elle aussi. La légère hausse du taux d'épargne indique en effet la présence d'un potentiel d'optimisation. Le moral des ménages dans la zone euro s'est constamment amélioré ces derniers mois, mais demeure inférieur à la moyenne à long terme. Nous attendons toutefois une nouvelle hausse des salaires réels en raison du repli de l'inflation: une situation qui devrait porter un peu plus le climat de consommation et les dépenses des ménages ces prochains mois.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,3%
2025 : 2,0%	2025 : 1,9%

En mars, les chiffres étaient encourageants. L'inflation globale s'est inscrite à 2,4% par rapport à 2023, et la sous-jacente a encore baissé pour atteindre 2,9%. L'objectif de 2% de la BCE est ainsi à portée de main. Selon nous, la BCE sera prête à effectuer la première baisse du cycle lors de sa prochaine réunion de politique monétaire en juin. Le marché semble partager ce point de vue.

Allemagne

Rebond de la construction

Croissance du PIB

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

Les données d'activité en février présentent un tableau contrasté. Les ventes au détail ont diminué de 0,4% par rapport à janvier, alors qu'une hausse de 0,5% était attendue. Le recul a été très marqué dans l'e-commerce, qui continue de se normaliser, mais reste supérieur de 8,4% au niveau pré-covid. La vente de carburant et de produits alimentaires est également en net repli. La production industrielle a pour sa part livré une bonne surprise, avec de fortes progressions dans la construction et les secteurs gourmands en énergie. Le secteur de la construction dépasse ainsi pour la première fois son niveau de juin 2022, atteint juste avant le cycle de resserrement de la BCE. Le rebond des permis de construire est pour sa part moins évident. S'il a connu une légère hausse en février, il reste inférieur de 40% à son niveau de juin 2022. Selon l'indice ifo du climat des affaires, les entreprises de construction, surtout dans l'immobilier résidentiel, demeurent pessimistes malgré une amélioration marginale. Les baisses de taux envisagées par la BCE devraient toutefois créer un certain apaisement. Bien que le PMI industriel ait une fois de plus déçu les attentes en avril, nous prévoyons, pour cet indicateur également, de meilleurs chiffres ces prochains mois. Des signaux positifs émanent déjà du tertiaire, où le PMI est à son plus haut depuis juillet 2023.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,3%	2024 : 2,4%
2025 : 1,9%	2025 : 2,0%

L'inflation globale a continué de baisser et atteint 2,2% en mars. La sous-jacente recule moins, à 3,2%. Ajustés des variations saisonnières, les prix des services en comparaison annuelle augmentent moins qu'attendu. Toutefois, nous observons toujours une certaine ténacité, notamment dans l'indice des prix du PMI des services. Les prix des biens de consommation de base, ajustés des variations saisonnières, baissent même pour la première fois depuis avril 2021. Nous n'attendons pas de nouveaux replis mensuels. L'inflation globale devrait même légèrement augmenter avec la normalisation de la TVA.

France

L'inflation bientôt inférieure à 2%

Croissance du PIB

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

La nouvelle du déficit public de la France inscrit à 5,5% du PIB en 2023 a fait grand bruit. La relance budgétaire issue de ce creusement du déficit explique la robustesse de la croissance française par rapport à celle de son voisin allemand l'an dernier. Depuis un certain temps déjà, c'est un élément central de nos prévisions pour 2024 : la politique budgétaire sera désormais un frein. Avec une dette publique établie à 111% du PIB, Bercy ne satisfait pas non plus – et de loin – au second critère de Maastricht. Le Président Emmanuel Macron entend toujours ramener le déficit sous les 3% d'ici 2027, mais les hausses d'impôts à des fins d'assainissement restent tabou pour l'Elysée et le Premier ministre Gabriel Attal. En revanche, des coupes budgétaires ont déjà été annoncées pour 2024. Nous prévoyons toujours un redressement du cycle conjoncturel, ce qui devrait réduire quelque peu la tension sur les recettes fiscales. En effet, jusqu'en février, celles-ci sont supérieures à leur niveau de 2023. Reste à voir si cette tendance va se confirmer. Les autres indicateurs conjoncturels disponibles depuis pointent toujours en direction d'une amélioration des conditions-cadres économiques. Le moral des ménages, en particulier, s'est nettement amélioré à la fin du 1^{er} trimestre.

Inflation

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

En mars, le taux d'inflation était nettement inférieur aux attentes, selon une enquête de l'agence de presse Bloomberg: 2,3%, un chiffre inférieur de 0,7% à la valeur de février. Ce recul est d'autant plus impressionnant que les effets saisonniers auraient laissé présager une distorsion à la hausse, en raison de la date précoce de Pâques. Malgré une nouvelle progression des prix de l'énergie, l'objectif de 2% se rapproche. D'après nos prévisions, le taux d'inflation glissera sous 2% au 3^e trimestre, une première depuis août 2021.

Italie

Le vent tourne dans l'industrie

En mars également, tous les chiffres indiquent que l'Europe méridionale, y compris l'Italie, affichent une dynamique supérieure à celle des grandes économies de l'UEM comme l'Allemagne ou la France. Même le cycle industriel y semble plus avancé : fait inédit depuis un an, une majorité relative des directeurs d'achat des entreprises du secteur ont indiqué dans l'enquête PMI que la production et les carnets de commandes s'amélioreraient. Parmi les prestataires, le sous-indice des affaires nouvelles a même atteint son plus haut depuis août 2021. Il est réjouissant de constater que le repli annoncé dans le secteur de la construction du fait de la diminution des subventions exceptionnelles semble être compensé par la performance du tertiaire. La même mécanique est à l'œuvre côté emploi, de sorte que la population active totale a atteint un sommet inédit fin 2023. Le repli de l'inflation italienne a fortement surpris, et il soutient le pouvoir d'achat. Globalement, nous avons légèrement relevé notre prévision de croissance pour 2024, et abaissé celle de l'inflation.

Espagne

Une industrie solide

La dynamique espagnole est similaire à l'italienne, et les données économiques actuelles brossent un tableau encourageant. Le PMI espagnol d'avril n'était pas encore disponible à la clôture de la rédaction, mais les chiffres pour le 1^{er} trimestre 2024 traduisent une évolution favorable du secteur industriel comme des services. Ce dernier reste morose dans la zone euro. En mars, le PMI du secteur secondaire espagnol s'inscrivait à 51,4 (contre 46,1 pour l'UEM), nettement au-dessus du seuil de croissance. « Production future » et « emploi » sont les composantes les plus solides de l'indice global. Une dynamique qui se reflète également dans les chiffres de la production industrielle, qui a progressé d'environ 0,6% en janvier et en février, par rapport au mois précédent. Ces signaux positifs présentent un maintien de cette trajectoire au-delà du 1^{er} trimestre. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance du PIB à 1,5% pour cette année.

Suisse

Le commerce extérieur recule

Croissance du PIB

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

A posteriori, la Banque nationale suisse (BNS) a reçu la confirmation de sa baisse surprise des taux d'intérêt en mars par diverses données conjoncturelles. Elle avait explicitement motivé cette décision de politique monétaire par un soutien au développement économique. Les chiffres de l'Office fédéral de la douane et de la sécurité des frontières (OFDF) montrent p. ex. un repli dans huit des onze catégories de marchandises exportées au 1^{er} trimestre par rapport au précédent. Ces données viennent étayer notre hypothèse principale, à savoir que le stimulus de la demande venue de Chine va manquer à l'appel. Les ventes de véhicules, corrigées des variations saisonnières, traduisent également une demande intérieure toujours amorphe. Le nombre d'immatriculations par rapport au trimestre précédent recule de 4,8%. Outre ces chiffres de l'économie réelle, les résultats des enquêtes de mars auprès des directeurs d'achat dans le secondaire, le tertiaire et dans les PME restent en territoire négatif, sous les 50 points. Le moral des ménages affiche pour sa part une légère amélioration. En Suisse comme ailleurs, nous prévoyons que la hausse des salaires réels et les conditions de financement plus avantageuses dynamiseront les développements de projets et les dépenses d'équipement. Pour 2025, notre prévision reste prudemment optimiste par rapport à celle du consensus.

Inflation

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

Les données d'inflation confirment également à la BNS qu'un revirement de politique monétaire était le bon choix. Inscrite à 1% en mars, l'inflation est pile au centre de la fourchette cible de la BNS, à savoir entre 0% et 2%. La hausse des prix de l'énergie et des loyers alimentera jusqu'en juillet une nouvelle hausse temporaire du renchérissement annuel. En fin d'année, le taux devrait toutefois redescendre juste en dessous des 1%.

Royaume-Uni

L'amorce d'un retour

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,3%	2024 : 0,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,2%

La croissance mensuelle du PIB en février confirme que le Royaume-Uni est en train de s'extirper de la récession technique du second semestre 2023. En février, le PIB mensuel a progressé de 0,1% par rapport à janvier, l'essor de l'industrie manufacturière agissant comme locomotive. Les premières données économiques de mars, notamment les ventes au détail, sont toutefois moins bonnes que prévu. Les PMI pour le mois d'avril indiquent un ralentissement, tout au moins pour le secteur industriel. Néanmoins, nous relevons légèrement notre prévision de croissance du PIB pour cette année à 0,3%, car les deux premiers mois de l'année ont dépassé nos projections. Les derniers chiffres du marché de l'emploi livrent un tableau contrasté. D'une part, la hausse des salaires dans le privé demeure élevée, de l'autre, la situation sur le front du chômage se dégrade : son taux affiche une augmentation surprise de 4,0% à 4,2%. En parallèle, le nombre d'offres d'emploi ne cesse de reculer. Toutefois, les chiffres mensuels de la croissance et les enquêtes auprès des entreprises traduisent une amélioration de la conjoncture britannique. Le marché du travail devrait en profiter et la croissance des salaires demeurer élevée. Pour la Banque d'Angleterre, ces signaux et les données d'inflation resteront un indicateur précieux pour donner le coup d'envoi des baisses de taux.

Inflation

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

A 3,2% en mars, l'inflation par rapport à l'année dernière est plus persistante que prévu. L'inflation des services, en particulier, est restée obstinément élevée. Les prévisions du marché quant aux baisses de taux éventuelles de la Banque d'Angleterre ont été largement décalées, avec un premier pas attendu en août (contre juin il y a un mois). Les chiffres d'inflation en avril et mai indiqueront à la gardienne de la livre sterling si la pression sur les prix reflue durablement.

Chine

Pic de croissance atteint

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,9%	2024 : 4,7%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

Au premier trimestre, l'économie chinoise a signé une croissance de 5,3%, nettement supérieure à nos prévisions. Deux facteurs principaux expliquent cette performance. En premier lieu, pour la première fois depuis 2019, le Nouvel An a pu se dérouler sans restriction liée au covid. La consommation a donc été dopée par la demande refoulée de déplacements et de dépenses associées. De plus, l'Etat a largement soutenu l'industrie manufacturière grâce à des projets d'infrastructure, tandis que la résilience de l'économie américaine et des pays émergents a soutenu les exportations chinoises. En raison de ce bond inattendu, nous avons relevé notre prévision pour 2024 de 4,5% à 4,9%. Nous estimons toutefois que la croissance séquentielle aura atteint son pic lors de ce trimestre, et qu'elle sera moins soutenue pour le reste de l'année. Les indicateurs mensuels de mars pointent déjà vers un ralentissement, notamment dans les ventes au détail et dans la production industrielle. De plus, les témoins du marché immobilier virent à l'orange dans l'investissement, la vente et les prix. Nous n'attendons pas d'amélioration significative dans un avenir proche. Le moral des ménages devrait donc se maintenir à un faible niveau.

Inflation

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

A 0,1% en mars, l'inflation chinoise est inférieure à nos prévisions. Parallèlement, les prix à la production demeurent en territoire déflationniste. Cela s'explique par une demande atone et des capacités excédentaires dans différents secteurs. En d'autres termes, la Chine – avec ses prix des marchandises en baisse – va soutenir la tendance déflationniste mondiale.

Economic Research



Marc Brüttsch
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.

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 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.