

Octobre 2023

A retenir

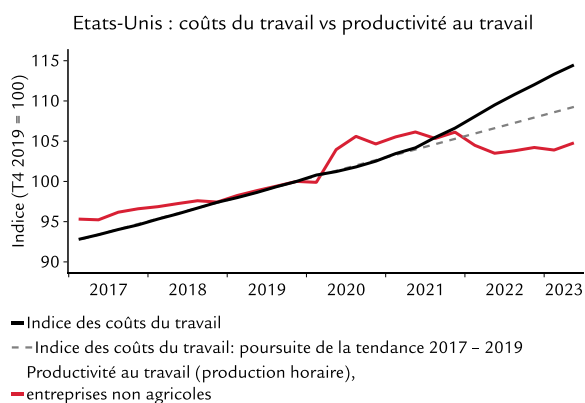
- Etats-Unis : hausse des taux d'intérêt réels, accès durci au crédit et faible productivité pèsent sur les entreprises
- Zone euro : hausse des prix de l'énergie en raison d'une faible offre, risque de pénurie exclu cet hiver
- Chine : malgré une stabilisation en août, le rebond chinois déçoit

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2023		Croissance du PIB 2024		Inflation 2023		Inflation 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,1%	2,1% ↑	0,4%	0,8% ↑	4,2% ↑	4,1%	2,8%	2,5% ↓
Zone euro	0,5%	0,5% ↓	0,6%	0,7% ↓	5,7% ↑	5,5%	2,6% ↑	2,5%
Allemagne	-0,4%	-0,4% ↓	0,2%	0,6% ↓	6,1% ↑	6,0%	2,5% ↑	2,7% ↑
France	0,7%	0,8% ↑	0,8%	0,8% ↓	5,0% ↑	5,0% ↓	2,4% ↑	2,7% ↑
Italie	0,8% ↓	0,8% ↓	0,5%	0,7%	6,0%	6,0%	2,1%	2,4% ↑
Espagne	2,1%	2,2% ↑	1,2%	1,4%	3,8% ↑	3,6% ↑	2,3% ↓	3,0% ↑
Royaume-Uni	0,2%	0,3% ↑	0,3%	0,4%	7,3%	7,4% ↑	3,0% ↑	3,1% ↑
Suisse	0,7% ↑	0,8% ↑	1,0%	1,3% ↓	2,2% ↑	2,3%	1,9% ↑	1,6% ↑
Japon	1,8%	1,8% ↑	0,6%	0,9% ↓	3,0%	3,1% ↑	1,6%	2,0% ↑
Chine	5,0%	5,0% ↓	4,7%	4,5% ↓	0,5%	0,7% ↓	1,2%	1,8% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 11 septembre 2023

Graphique du mois



Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Aux Etats-Unis, un écart se creuse depuis mi-2021 entre coûts salariaux et productivité au travail. Entre début 2017 et mi-2021, les premiers ont augmenté de 2,7% par an dans les firmes américaines, pratiquement compensés par une hausse du même ordre de la productivité. Mais ensuite, les coûts salariaux se sont envolés et ont crû de 4,8% par an jusqu'à la mi-2023, alors que la productivité a chuté. Dans un premier temps, les entreprises ont répercuté cette hausse sur les consommateurs, alimentant l'inflation. Mais cela est devenu difficile ; le coût du travail grignote donc la marge opérationnelle des sociétés.

Etats-Unis

Un frein nommé taux réels

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,1%	2023 : 2,1%
2024 : 0,4%	2024 : 0,8%

Les dernières données américaines publiées témoignent, comme nous l'attendions, d'un léger ralentissement de l'activité. Le marché du travail est étonnamment solide, avec une forte croissance de l'emploi en août et des demandes initiales d'allocations de chômage en baisse en septembre. Certains acteurs du marché et économistes y voient de plus faibles risques de récession, ce qui se reflète dans un relèvement des prévisions de taux à long terme et de croissance en 2024 dans l'enquête de Consensus Economics. Certes, nous ne voyons pas de récession immédiate, mais restons prudents pour 2024. Les récents PMI de S&P font état de premiers signes de faiblesse dans le tertiaire : le sous-indice des affaires nouvelles est passé sous le seuil de croissance de 50 points. La hausse des taux d'intérêt réels est toutefois bien plus importante. Corrigé des prévisions d'inflation, un T-Bond à 10 ans affiche un rendement supérieur à 2%, une valeur inédite depuis 2008. Les entreprises sont donc confrontées à des taux réels bien plus élevés, à un accès au crédit durci et à une plus grande pression sur les marges en raison de la hausse des coûts salariaux (voir Graphique du mois). Dans la partie correspondante du PIB, la part des revenus revenant aux entreprises est même en repli comparée à 2022. Historiquement, cela n'augure rien de bon pour l'investissement privé et la conjoncture américaine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 4,2%	2023 : 4,1%
2024 : 2,8%	2024 : 2,5%

L'inflation globale poursuit sa hausse en août, de 3,2% à 3,7%, portée par les prix des carburants. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, poursuit son recul, de 4,7% à 4,3%, comme attendu. Cependant, pour que cette valeur glisse sous 3% comme nous le prévoyons au 2^e trimestre 2024, un sérieux coup de froid devra frapper la conjoncture.

Zone euro

Hausse des prix de l'énergie

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,5%
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%

Il y a un an, la zone euro voyait approcher l'hiver avec inquiétude quant à sa situation énergétique. A l'époque, les réserves de gaz étaient certes remplies à 87%, mais Moscou venait d'annoncer l'arrêt officiel des livraisons de gaz via Nord Stream 1. Les pires craintes ne se sont toutefois pas réalisées. Aujourd'hui, les réserves atteignent même 95%, un niveau rarement atteint à cette époque de l'année. Différents modèles de prévisions météo à long terme prévoient à nouveau un hiver doux. Après avoir tutoyé leurs niveaux pré-crise en 2023, les prix de l'énergie sont repartis à la hausse dernièrement. La grève chez le gazier australien Chevron, qui produit 7% du gaz naturel liquéfié mondial, a alimenté une brève volatilité du marché. Le conflit en Azerbaïdjan constitue une autre incertitude, car l'UE entend doubler ses importations de gaz en provenance de cette république caucasienne d'ici 2027, qui en représentent actuellement 3%. La hausse des prix à la pompe s'explique par des limites de production posées par deux membres de l'OPEP+, à savoir l'Arabie saoudite et la Russie. Avec une demande stable, il existe des risques de hausse ces trois prochains mois. En 2024, des producteurs flexibles comme les Etats-Unis pourraient augmenter l'offre, et un repli de la conjoncture pourrait tempérer la demande et induire une normalisation du prix du brut.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,7%	2023 : 5,5%
2024 : 2,6%	2024 : 2,5%

Les prix à la consommation du gaz et de l'électricité ne reflètent que partiellement l'évolution des prix dans le commerce de gros. L'an dernier, ils n'ont pas augmenté dans la même mesure, et stagnent depuis à des niveaux élevés. Le récent accès de volatilité sur le marché gazier ne devrait donc affecter le prix à la consommation qu'à la marge. Nous avons néanmoins relevé notre prévision d'inflation pour 2023 en raison de la hausse des prix à la pompe, qui touche de plein fouet le portefeuille des ménages.

Allemagne Stabilisation à de faibles niveaux

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : -0,4%	2023 : -0,4%
2024 : 0,2%	2024 : 0,6%

Les dernières enquêtes parmi les directeurs d'achat menées par l'institut ifo indiquent une stabilisation du moral de l'industrie allemande, quoiqu'à un très faible niveau. Certes, le PMI affiche des valeurs en légère hausse dans les nouvelles commandes. Toutefois, la baisse de la production attendue, après un répit le mois précédent, se poursuit et entraîne la composante de l'emploi un peu plus en territoire négatif. Le pessimisme de l'industrie allemande a peut-être touché le fond, mais un regain rapide d'optimisme est exclu. Le rebond du PMI global du secteur tertiaire, à presque 50 points, est un trompe-l'œil de la faiblesse des sous-composantes. L'indice de l'emploi a glissé sous le seuil de 50 pour la première fois depuis les années covid, et les prévisions de commandes sont à peine positives. Le secteur de la construction, déjà malmené, affiche une nouvelle dégradation et un niveau au plus bas depuis 2009, en raison de la situation actuelle comme des prévisions. Côté logement, 21% des sociétés interrogées ont indiqué avoir interrompu des projets et environ 12% connaissent des difficultés financières, un niveau jamais atteint depuis 1991, date de création de l'indice ifo. La dernière décision de la BCE en matière de taux, que nous n'avions pas prévue, devrait encore plus ternir l'ambiance.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 6,1%	2023 : 6,0%
2024 : 2,5%	2024 : 2,7%

L'inflation globale a moins reculé que prévu en août, à 6,2%. Les prix de l'énergie et des biens essentiels signent des hausses inattendues, l'inflation sous-jacente a donc stagné à 5,5%. Nous prévoyons qu'elle baissera sous les 5%, tout en percevant des risques de hausse. D'après le PMI, les prix dans le tertiaire en particulier augmentent plus vite.

France Croissance inférieure au potentiel

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 0,8%	2024 : 0,8%

Les données préliminaires du PMI de septembre font état d'un nouveau ralentissement de la dynamique, tant dans l'industrie que dans les services. L'industrie manufacturière voit en revanche le moral des entreprises s'améliorer légèrement, d'après une enquête de l'INSEE. Autre point positif selon cette étude : les projets de recrutement ne sont plus ralentis cette année. Les données de la plateforme d'offres d'emploi Indeed permettent de dresser un constat similaire : corrigé des variations saisonnières, le nombre d'offres a nettement progressé depuis fin juillet. La demande en repli à l'échelle mondiale et la prudence des entreprises en conséquence de la hausse des coûts de financement ne seront que partiellement compensées par des effets exceptionnels de grands programmes publics d'infrastructures ou d'événements de masse comme l'actuelle coupe du monde de rugby ou les JO 2024. Selon nous, l'économie française va croître en deçà de son potentiel jusqu'à mi-2024. La fin du cycle de hausse des taux devrait signer le retour de la sécurité dans la planification parmi les investisseurs et promoteurs axés sur le long terme. Un léger rebond des permis de construire se dessine déjà.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,0%	2023 : 5,0%
2024 : 2,4%	2024 : 2,7%

La récente hausse des prix du brut a conduit ceux à la pompe à atteindre leur sommet de 2023. Nous tenons compte de cette évolution en relevant notre prévision d'inflation. Des mesures fiscales pour préserver le pouvoir d'achat des ménages particulièrement touchés sont en discussion. D'après les enquêtes, la tendance à la baisse des prix de vente des marchandises se poursuit.

Italie

Ferragosto et gueule de bois ?

Selon les derniers chiffres, même l'économie italienne, en croissance ces deux dernières années, n'échappe pas aux vents contraires sur le plan mondial. En août, le plus important mois de congés de l'année, les prestataires se sont plaints d'un recul de la marche des affaires pour la première fois depuis novembre 2022. Certes, les chiffres d'activité comme les ventes au détail ne sont pas encore disponibles, mais l'évolution des prix traduit une faible capacité à augmenter les prix et ainsi une demande en baisse présumée. Dans l'enquête auprès des directeurs d'achat menée par S&P, les producteurs déplorent une hausse du prix des intrants plus rapide que celle des prix à la production. L'inflation des services en Italie, un facteur clé jusqu'en mai 2023, n'a plus progressé en juillet et en août selon nos calculs. Par conséquent et malgré la hausse des prix de l'énergie, nous attendons une révision des prévisions d'inflation. Pour l'année 2024, sur le plan de l'inflation comme de la croissance économique, notre positionnement reste plus prudent que celui du consensus.

Espagne

Lutte au sommet de l'État

La formation d'un gouvernement en Espagne demeure une affaire épineuse. Après des élections en juillet sans majorité claire, le leader de l'opposition Alberto Núñez Feijóo, vainqueur du scrutin, a eu pour mission de composer un exécutif. Or, jusqu'à présent, il n'est pas parvenu à réunir une majorité parlementaire. Deux votes d'investiture sont prévus au Parlement (après la clôture de la rédaction). Selon nous, le leader de la droite espagnole échouera à être investi chef du gouvernement. Si cela se confirme, une période de deux mois s'ouvrira, lors de laquelle le Premier ministre actuel, Pedro Sánchez, aura la possibilité de former un gouvernement. Ses chances sont jugées légèrement meilleures, car il est prêt à entamer des discussions avec le parti indépendantiste catalan. Si le leader de la gauche espagnole échoue à son tour, de nouvelles élections auront lieu en janvier.

Suisse

Des explications attendues

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,7%	2023 : 0,8%
2024 : 1,0%	2024 : 1,3%

La récente publication des chiffres trimestriels du PIB a compliqué plutôt que facilité l'analyse de la conjoncture suisse. Certes, la croissance nulle au cours du 2^e trimestre 2023 par rapport au précédent correspond globalement aux attentes. Or, les révisions parfois marquées des chiffres des trimestres précédents ont entraîné le quasi-doublement du taux moyen de variation annuelle du PIB 2023 par rapport aux prévisions initiales. Si nous estimons désormais la croissance à 0,7%, cela signifie en réalité que nous abaissons nos prévisions d'évolution conjoncturelle pour le second semestre 2023. Les raisons sont notamment à chercher du côté des PMI et des signaux qu'ils envoient. Dans le secondaire en particulier, les mois à venir augurent d'un nouveau repli de la dynamique conjoncturelle dans l'industrie manufacturière, sans compter que la consommation des ménages va moins la stimuler. Les budgets de ces derniers seront impactés par des augmentations d'impôts et des loyers, et par des tarifs de l'électricité plus chers d'environ 18%.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 2,2%	2023 : 2,3%
2024 : 1,9%	2024 : 1,6%

Nos prévisions d'inflation révisées intègrent trois nouvelles données. Primo, les prix actuellement élevés de l'énergie alimentent la hausse du carburant et du mazout. Secundo, l'ampleur de l'augmentation des prix de l'électricité pour les ménages en 2024 est connue. Enfin, point non négligeable, il est probable que le taux d'intérêt hypothécaire de référence, après une hausse au jour de référence le 1^{er} décembre 2023, soit à nouveau relevé au 1^{er} juin 2024. Aussi, nous avançons de 2025 au 4^e trimestre 2024 la hausse prévue des loyers, qui comptera pour 0,8% dans le renchérissement annuel en 2024.

Royaume-Uni

L'automne approche

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,2%	2023 : 0,3%
2024 : 0,3%	2024 : 0,4%

Le ralentissement attendu s'est produit en juillet, avec un repli de la croissance mensuelle du PIB de 0,5% par rapport au mois précédent, bien plus fort qu'attendu. Prestations de services, construction et industrie sont toutes dans le rouge. Le recul dans le tertiaire est particulièrement surprenant. Les grèves dans le secteur de la santé semblent avoir lourdement pénalisé l'activité, plus que prévu. Les chiffres avancés des PMI de septembre témoignent aussi d'une dynamique de croissance en repli. Bien que l'indice industriel ait légèrement progressé, il reste très bas, tandis que celui du tertiaire a fortement baissé. La composante de l'emploi en particulier affiche une forte dégradation, ce qui correspond également à d'autres indicateurs du marché du travail. Le taux de chômage a continué d'augmenter et présente une forte tendance à la hausse. Le nombre de postes vacants ainsi que celui des heures de travail effectuées sont en repli. La croissance des salaires demeure toutefois élevée et en juillet, pour la première fois depuis mars 2022, dépasse le taux d'inflation. Ce sont de bonnes nouvelles pour les consommateurs britanniques, ce qui se traduit par une amélioration du moral des ménages. Toutefois, nous maintenons notre prévision d'un ralentissement de la croissance au 2^e semestre 2023, en raison du durcissement des conditions de financement.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 7,3%	2023 : 7,4%
2024 : 3,0%	2024 : 3,1%

A 6,7% en août, l'inflation est bien inférieure aux attentes, et le repli est diffus. L'inflation sous-jacente comme celle des services sont nettement en repli. Une situation qui a mené la Banque d'Angleterre à une décision surprenante, à savoir ne pas modifier ses taux directeurs. Elle continue d'ailleurs de souligner son engagement à relever les taux si la pression inflationniste donne des signes de persistance.

Chine

Stabilisation, mais sans plus

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 5,0%	2023 : 5,0%
2024 : 4,7%	2024 : 4,5%

Après un timide mois de juillet, l'activité en Chine a livré une bonne surprise en août. La production industrielle et les ventes au détail ont connu un rebond inattendu par rapport au mois précédent. La forte progression des ventes au détail a particulièrement surpris, car elle contraste avec l'affaiblissement du PMI du secteur tertiaire en août. La croissance du chiffre d'affaires de secteurs ayant considérablement profité des vacances d'été, comme les restaurants, l'hébergement et les voyages, en a été le principal moteur. La production automobile notamment a porté la production industrielle et celle des batteries solaires, deux secteurs ayant probablement profité des mesures politiques de soutien déployées. Le revirement de tendance dans les prix à la production constitue un autre indice d'une lente stabilisation du secteur secondaire. Certes, l'inflation des prix à la production reste en repli, mais l'évolution des derniers mois indique une tendance à la hausse. Outre les données d'activité, celles du commerce extérieur témoignent d'une légère amélioration en août par rapport à juillet. Tandis que les données conjoncturelles suggèrent une légère stabilisation, le secteur de l'immobilier n'a pas donné de signe positif.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023 : 0,5%	2023 : 0,7%
2024 : 1,2%	2024 : 1,8%

In globo, il semble que les mesures de soutien mises en place par le gouvernement aient enfin des effets visibles sur les données conjoncturelles. C'est une avancée à saluer, mais nous continuons de penser qu'elle ne va pas suffire à doper l'économie – elle aura davantage un effet stabilisateur.