

Juillet 2024

### A retenir

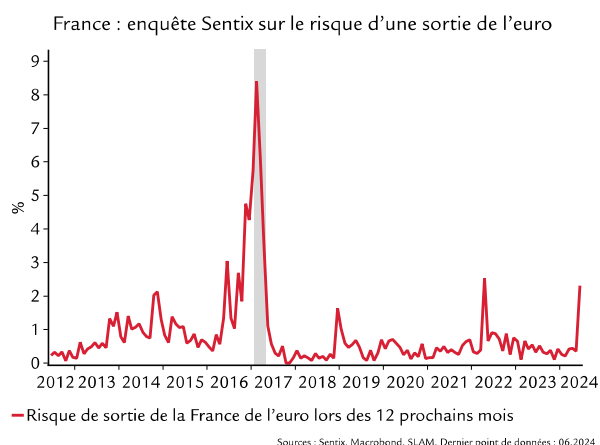
- Etats-Unis : repli de la consommation et de l'inflation, données contradictoires sur le front de l'emploi
- Europe : la consolidation des finances publiques revient sur le devant de la scène
- Chine : barrières commerciales et délocalisation de la production pourraient faire grimper l'inflation

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 juin 2024

### Graphique du mois



La dissolution de l'Assemblée nationale par Emmanuel Macron a plongé les marchés financiers dans l'incertitude. Un maintien de la majorité existante est peu probable. Pour situer les potentielles futures majorités, il faut noter que même le Rassemblement National ne mise plus sur une sortie de l'euro. Contrairement à la campagne précédant les élections présidentielles de 2017, la crainte d'un effondrement de l'Union monétaire semble peu d'actualité. En revanche, la consolidation du budget de l'Etat sera probablement encore repoussée, quel que soit le scénario. La prime de risque accrue sur les obligations d'Etat françaises devrait perdurer pour le moment.

## Etats-Unis

### Un verre à moitié plein ?

#### Croissance du PIB

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

Lors de sa conférence presse de juin, Jerome Powell, président de la Fed, a souligné à plusieurs reprises la vigueur de l'économie et de l'emploi américains. La Réserve fédérale américaine voit le verre à moitié plein pour les données économiques. Les enquêtes montrent en effet une divergence importante entre des entreprises confiantes et des ménages inquiets. Ce constat se retrouve dans les chiffres « durs » : les ventes au détail sont jusqu'ici globalement en recul au 2<sup>e</sup> trimestre, et ce sur une base nominale. Les chiffres du marché de l'emploi sont également contradictoires : en mai, les entreprises ont annoncé des créations d'emplois étonnamment nombreuses, alors que les ménages faisaient état d'une activité en repli et d'un taux de chômage en hausse. Ce dernier est surtout porté par le chômage des jeunes et reste – en comparaison à long terme – faible. Nous sommes toutefois étonnés de l'interprétation optimiste de la Fed. Et ce d'autant plus que les critiques de la qualité des données des enquêtes auprès des entreprises (emplois non agricoles ou « non-farm payrolls ») s'amplifient. En moyenne, plus de 100 000 emplois sont ajoutés chaque mois à titre de correction pour les créations d'emplois présumées des entreprises nouvellement fondées et qui ne peuvent pas encore être interrogées. En période de ralentissement économique, comme nous l'observons actuellement, la création d'entreprise est moins vive. Ces chiffres sont donc potentiellement trop optimistes.

#### Inflation

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

Nous pensons que les signes d'un ralentissement vont se renforcer au 3<sup>e</sup> trimestre et que la Fed procèdera à une première baisse de taux en septembre. Le net repli de l'inflation en mai, généralisé, va y aider. Les prix des services (hors énergie et logement), sensibles à la conjoncture, ont même reculé pour la première fois depuis 32 mois.

## Zone euro

### Un premier pas prudent

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,7%
2025 : 1,0%	2025 : 1,4%

Mi-juin, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 pb, conformément aux attentes, mais la suite est moins certaine. Dans sa communication après sa décision, la BCE est restée prudente, n'a pas livré d'indications sur la future trajectoire des taux et a fait savoir que les prochaines baisses dépendraient des données. Les Etats fortement endettés en particulier espèrent de nouveaux assouplissements. La Commission européenne vient de lancer une procédure pour déficit public excessif à l'encontre de sept pays, car leur déséquilibre budgétaire excédait les 3% de PIB en 2023 : Italie (7,4%), Hongrie (6,7%), France (5,5%), Pologne (5,1%), Malte (4,9%), Slovaquie (4,9%) et Belgique (4,4%). La République tchèque (3,7%), l'Espagne (3,6%) et l'Estonie (3,4%) affichaient également un déficit public supérieur à 3% en 2023, mais ont échappé à la procédure en raison de facteurs spécifiques. L'ampleur précise de la réduction du déficit structurel dans ce cadre demeure inconnue, car jusqu'en 2027, une partie des dépenses d'intérêts, actuellement plus élevées, ne seront pas prises en compte dans les calculs. L'arsenal disciplinaire de la Commission en cas de non-respect de la trajectoire de réduction est plutôt limité. Toutefois, la débâcle de Liz Truss en 2022 et, dernièrement, la vive hausse de la prime de risque sur les obligations souveraines françaises ont démontré que les marchés financiers sont prompts à exécuter leur sentence, et qu'elle peut être douloureuse.

#### Inflation

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

En mai, l'inflation globale a légèrement augmenté, à 2,6%, et la sous-jacente à 2,9%. Si la hausse de la première était attendue, celle de la seconde est inattendue, les marchés tablant sur un taux inchangé à 2,7%. Une fois de plus, l'inflation tenace des prix des services en est la cause. L'inflation des biens de consommation de base a en revanche poursuivi son recul en mai.

## Allemagne

### Un goût d'inachevé

#### Croissance du PIB

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

Après le rebond en janvier et février, la production industrielle a de nouveau reculé en mars et en avril, principalement à cause du secteur de la construction et de la production dans les branches très gourmandes en énergie. Si la construction peut continuer de se réjouir de taux un peu plus faibles, l'effet du repli des prix de l'énergie et de la prolongation des allègements fiscaux pour les fabricants à haute consommation d'énergie semble déjà s'estomper. Dans les enquêtes, les entreprises signalent toujours une dégradation de la compétitivité internationale. C'est un fait : par rapport à la concurrence venue de Chine et des Etats-Unis notamment, l'industrie allemande reste confrontée à une énergie bien plus chère. Les droits de douane récemment annoncés par Bruxelles et frappant les véhicules électriques chinois ne devraient pas beaucoup soulager l'industrie allemande. Les constructeurs chinois peuvent aisément les absorber en réduisant leurs marges. Mais en rétorsion, la Chine a menacé d'augmenter les droits de douane sur les grosses cylindrées et a déjà ouvert en mai une enquête antidumping dans les polymères techniques. Deux secteurs allemands majeurs s'exposent donc à des mesures de riposte. Dans ce contexte, les résultats des dernières enquêtes dans l'industrie se dégradent à nouveau et ont surpris par l'ampleur de leur chute. L'essor industriel est-il déjà terminé, avant même d'avoir réellement commencé ?

#### Inflation

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

En début d'année déjà, nos prévisions tablaient sur une amélioration contenue plutôt qu'un essor franc de l'industrie. Nous pensons plutôt que la hausse des salaires réels soutiendra la consommation au cours du 2<sup>e</sup> semestre. En mai, l'inflation s'est élevée à 2,4% et la croissance des salaires à environ 5%. Ainsi, la hausse des salaires réels – comparée à l'année précédente – est positive pour le troisième mois de rang.

## France

### Une tragédie grecque

#### Croissance du PIB

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

A quelques semaines de l'ouverture des Jeux olympiques à Paris, la politique française joue une pièce inattendue, autre héritage de la Grèce antique. Malgré toute l'agitation à propos de la future majorité à la chambre basse, la participation de la France aux institutions européennes ne fait aucun doute. Une redite de la crise des dettes souveraines de la zone euro de 2012 n'est donc pas à l'ordre du jour. En revanche, il ne faut pas non plus s'attendre à ce qu'Emmanuel Macron émerge du scrutin à deux tours tel un *Deus ex machina*. Force est pourtant de constater que ses réformes du marché du travail des dernières années portent leurs fruits et que le pays jouit d'un fort potentiel d'attraction pour les investissements directs étrangers. En matière de transformation numérique également, la France tire mieux son épingle du jeu que les autres grands pays européens. De plus, un rebond cyclique commence à se dessiner. C'est ce qui se dégageait des enquêtes auprès des ménages comme du moral des entreprises jusqu'en mai. Pour juin, seules des données préliminaires pour les PMI sont disponibles. Les valeurs sont intéressantes, car relevées après les élections européennes. Fait positif, les entreprises ont indiqué que la baisse des coûts de financement se traduisait déjà dans l'économie réelle. En revanche, l'activité est en repli côté prestataires.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,1%	2024 : 2,5%
2025 : 1,4%	2025 : 1,9%

Etant donné que certaines promesses de campagne portent sur la hausse du pouvoir d'achat grâce à une baisse de la TVA, prévoir l'inflation est devenu un exercice délicat. Par rapport au mois précédent, nous intégrons deux nouvelles données : dès juillet 2024, la hausse du prix du gaz va peser sur le budget des ménages. Mais d'autre part, une baisse de la facture d'électricité, supérieure à 10%, se dessine à l'horizon février 2025.

## Italie

### Superbonus et super déficit

*Fratelli d'Italia*, le parti de Giorgia Meloni, a remporté le scrutin européen avec 29% des suffrages, améliorant ainsi de 3% son score des élections législatives en 2022. La présidente du Conseil profite de l'évolution économique favorable, qui repose toutefois sur des dépenses publiques qui atteignent des sommets. La pression à la consolidation budgétaire progresse toutefois : en juin, la Commission européenne a lancé une procédure pour déficit excessif, et les primes de risque sur les obligations souveraines italiennes ont augmenté après les élections européennes. Le facteur clé du déficit est le « superbonus », une incitation fiscale à la rénovation énergétique des bâtiments. Une étude de la Banca d'Italia publiée en juin attribue toutefois de mauvaises notes au programme : entre 2021 et 2023, il a coûté quelque 170 milliards d'euros, soit 3% du PIB par an. Les auteurs estiment toutefois qu'environ 25% des investissements auraient été réalisés sans subvention (effets d'aubaine) et l'effet multiplicateur fiscal est inférieur à un. En résumé, 1 euro de subvention a généré moins de 1 euro de création de valeur.

## Espagne

### En tête du groupe

Il n'y a pas qu'au football que l'Espagne devance l'Italie, c'est aussi vrai dans l'industrie. Sa production industrielle a dépassé celle de l'Italie et n'est plus 2,5% en dessous du niveau pré-covid. Certes, l'industrie italienne a été la première des quatre grandes économies de l'UEM à retrouver un niveau de production similaire pré-covid. Mais après un nouveau repli en avril, elle s'inscrit à 4% en deçà de ce dernier. Dans les enquêtes également, un fossé se creuse entre les deux industries d'Europe méridionale. Et c'est encore l'Espagne qui gagne. Tandis que le PMI du secondaire est toujours inscrit sous les 50 points en Italie, de l'autre côté des Pyrénées, il a amplement dépassé ce seuil en mai. Les entreprises espagnoles font état d'une hausse des embauches, de la production et des commandes. L'Espagne continue de profiter des moyens alloués par le fonds NextGenerationEU. En outre, le pays pourrait tirer profit des droits de douane européens sur les véhicules électriques chinois. Le constructeur chinois Chery a par exemple annoncé l'implantation d'une usine à Barcelone et la rumeur voudrait que BYD produise bientôt ses batteries en Espagne.

## Suisse

### Prévisions divergentes pour 2025

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,3%	2024 : 1,3%
2025 : 1,0%	2025 : 1,6%

Selon les séries de données à haute fréquence disponibles, la dynamique conjoncturelle s'est encore raffermie au 2<sup>e</sup> trimestre. En mai, l'indice mensuel de la conjoncture du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a atteint son niveau le plus élevé depuis décembre 2022. Véhiculée par les taux hypothécaires en repli, la baisse de taux directeur de la BNS en mars a déjà atteint l'économie réelle. La seconde baisse adoptée en juin va réduire un peu plus les coûts de financement pour les investisseurs en Suisse. De notre point de vue, l'orientation de politique monétaire de la BNS n'est plus restrictive. Désormais, c'est une reprise de la demande mondiale qui devra stimuler la conjoncture en Suisse. Dès le début de l'année, nous estimions que les troubles géopolitiques croissants allaient limiter le potentiel de reprise à moyen terme. En France, l'incertitude en matière de politique économique est palpable. En Europe, nous prévoyons – dans le meilleur des scénarios – un retour à des taux de croissance proches du potentiel. Cette prévision relativement prudente explique également pourquoi notre prévision de croissance du PIB suisse pour l'année à venir est nettement inférieure à celle du consensus.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,3%
2025 : 0,5%	2025 : 1,1%

Notre prévision d'inflation pour 2025 diffère elle aussi considérablement de celle du consensus. Cela s'explique par un repli de la dynamique conjoncturelle dans notre scénario de croissance, une baisse des prix attendue côté fournisseurs d'électricité et des loyers des baux existants qui n'augmenteront pas. Nous prévoyons également que la récente appréciation du franc suisse face à l'euro se poursuive. La pression de l'inflation importée devrait donc refluer lors des mois à venir.

## Royaume-Uni

### Victoire annoncée du Labour

#### Croissance du PIB

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

Ces dernières semaines, la campagne électorale a connu un coup d'accélérateur. Les derniers sondages donnent toujours une large avance au Labour face au Conservative Party, de plus de 20 points de pourcentage. Avec la publication des manifestes, tous les détails des programmes sont connus. Tandis que les Tories se concentrent sur des thématiques comme la sécurité et les impôts, le Labour met l'accent sur des mesures stimulant la croissance. L'objectif affiché du Labour est de parvenir à la croissance durable la plus élevée parmi les Etats membres du G7. Pour ce faire, il ambitionne une série de réformes côté offre, une sécurité économique et une priorité donnée aux investissements. Ces derniers sont notamment concentrés dans le secteur des infrastructures, et plus précisément sur les énergies renouvelables. La construction de logements est également au menu. Financer ces dépenses sera une gageure, car le budget britannique est déjà fortement sous pression. Le Labour propose plusieurs sources de recettes, comme un impôt sur les bénéficiaires perçus sur le pétrole et le gaz, l'assujettissement à la TVA des écoles privées et la lutte contre l'évasion fiscale des multinationales en particulier. Autre défi de taille, celui de réanimer l'investissement privé dans la formation, la technologie et la construction. Pour passer à l'action, les entreprises doivent être convaincues de perspectives économiques stables, ce qui exige une plus grande confiance dans les acteurs politiques.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,6%
2025 : 2,3%	2025 : 2,3%

En mai, l'inflation a temporairement atteint l'objectif de la banque centrale (2,0%). Mais l'inflation côté services demeure tenace. Le marché estime que la Banque d'Angleterre pourrait procéder à une baisse de taux cette année. Conjugée à une hausse des salaires réels, cette mesure pourrait encourager la consommation des ménages, que nous attendons en amélioration en cours d'année.

## Chine

### Changement d'échelle

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,9%	2024 : 5,0%
2025 : 4,4%	2025 : 4,4%

L'économie chinoise affronte des défis considérables. Des mesures de relance ont certes été introduites en mai pour le secteur immobilier – dont une nouvelle baisse des taux hypothécaires, une réduction des exigences de capitaux propres et l'exhortation des gouvernements locaux à acquérir le parc immobilier excédentaire. Pourtant, les indicateurs du marché enregistrent une nouvelle contraction, alors que le niveau était déjà faible. Outre les droits de douane américains sur plusieurs produits high tech chinois, la Commission européenne a annoncé une majoration moyenne de 21% de son tarif sur les véhicules électriques. Ces barrières douanières vont ralentir la croissance du secteur en Chine, mais ne la stopperont pas. Les constructeurs automobiles chinois, qui vendent déjà leurs produits en Europe bien plus cher que sur le marché local, peuvent baisser leurs prix pour absorber une partie des droits de l'UE. De plus, ils vont renforcer la production locale pour contourner l'obstacle douanier et étendre leurs parts de marché. Toutefois, l'aggravation des différends commerciaux et la localisation de la production vont augmenter la structure de coûts – ce qui étendra selon nous un taux d'inflation supérieur par rapport à l'ère pré-covid.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,6%	2024 : 0,6%
2025 : 1,8%	2025 : 1,5%

En mai, l'inflation est restée inchangée, à un faible niveau de 0,3%. Le pouvoir de fixation des prix pour les biens et services demeure faible, car la demande intérieure ne suit pas le tempo de la production. Nous prévoyons que l'inflation bascule en territoire positif cette année, tout en restant faible.

## 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 Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Switzerland 2023

### 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.