

Révisions depuis le mois dernier (du mois précédent entre parenthèses)

	PIB 2015				PIB 2016				Inflation 2015				Inflation 2016			
	Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus	
Etats-Unis	2.5%		2.5%	(2.4%)	2.5%		2.5%	(2.6%)	0.1%	(0.2%)	0.2%	(0.1%)	1.7%	(1.9%)	1.7%	
Zone euro	1.5%		1.5%		1.4%		1.7%		0.1%		0.1%		1.3%		1.0%	(1.1%)
Japon	0.7%		0.6%		1.0%	(0.9%)	1.2%	(1.3%)	0.8%		0.8%		0.3%		0.7%	(0.8%)
Royaume-Uni	2.4%	(2.3%)	2.4%	(2.5%)	1.9%		2.3%	(2.4%)	0.1%		0.1%		1.1%	(1.2%)	1.1%	(1.3%)
Suisse	0.7%		0.8%		0.7%		1.2%		-1.1%		-1.1%		0.0%		-0.3%	(-0.2%)

Source relative aux estimations du consensus: Consensus Economics Inc. London, 7 décembre 2015

États-Unis – Vigueur de l'emploi au 4^{ème} trimestre

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 2,5%	2016: 2,5%
2017: 2,1%	2017: n.d.

Les chiffres de l'emploi en novembre démontrent clairement une "nouvelle amélioration" du marché du travail, condition requise selon les responsables de la Fed pour relever les taux directeurs. Les créations d'emplois ont progressé de 211 000 et les chiffres ont été revus à la hausse, à hauteur de 35 000 au total par rapport aux résultats des deux mois précédents. Les enquêtes réalisées auprès des ménages reflètent également une opinion positive, avec un taux de chômage stable ressortant à 5,0 % tout en révélant par ailleurs une légère progression du taux d'activité. La rechute du salaire horaire moyen à 2,3 % en variation annuelle au regard de 2,5 % en octobre peut être considérée comme décevante. Or, ce recul est en grande partie imputable à un fort effet de base compte tenu d'une hausse notable des salaires horaires moyens en novembre 2014. En résumé, le dernier rapport sur la santé du marché de l'emploi conforte assurément le scénario d'un relèvement des taux par la Fed dans le courant du mois sous revue, une opinion que semblent partager les intervenants sur les marchés. On pourrait même avancer un autre argument, à savoir: si les créations d'emplois continuent au rythme actuel et que l'effet de base pour l'inflation globale se produit effectivement conformément à nos prévisions, les investisseurs pourraient être contraints de réévaluer l'ampleur des mesures de resserrement monétaire intégrée dans les cours jusqu'à la fin de l'année prochaine. En effet, l'évolution haussière de la variation sur douze mois des salaires horaires moyens pour décembre pourrait surprendre quelques analystes financiers. Ces chiffres seront publiés en début d'année

prochaine et l'effet de base susmentionné devrait s'inverser et refléter une progression des salaires à 2,8 % contre 2,3 % actuellement – un bond plutôt important au vu du contexte historique. Le sentiment d'optimisme s'est toutefois atténué lors de la publication des derniers chiffres de l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier. L'indice ISM a subitement chuté en-deçà du seuil critique de 50 reflétant une contraction du secteur manufacturier. Pour assombrir encore les perspectives, l'indice ISM non manufacturier lui a emboîté le pas, en repli à 55,9 en novembre contre 59,1 antérieurement. Comme dans d'autres économies, le secteur des services - moins affecté par l'appréciation du dollar - devrait ainsi continuer de doper la croissance. Enfin, les prévisions de croissance ont été réduites dans le sillage de la publication des chiffres de la balance commerciale pour octobre. En valeurs réelles, les exportations de biens ont chuté de 2,4 % par rapport au mois de septembre et les importations de biens étaient atones au cours du mois sous revue. Globalement, les chiffres de la balance commerciale en octobre reflètent la modération de la demande internationale et la fermeté du dollar. Les indices PMI et la balance commerciale justifient nos prévisions de croissance plutôt prudentes au début de 2016

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,7%	2016: 1,7%
2017: 2,2%	2017: n.d.

La poursuite du repli des prix de l'énergie nous a conduits à abaisser nos prévisions d'inflation globale en novembre. Ce taux sur douze mois sera toutefois en hausse ressortant à 0,4 % contre 0,1 % actuellement, pour s'établir en fin d'année à 0,9 %. L'inflation sous-jacente pourrait bien atteindre l'objectif de 2,0 % fixé par la Fed dans le sillage de la publication des chiffres du mois de novembre.

Zone Euro – Croissance dopée par la consommation

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,4%	2016: 1,7%
2017: 1,3%	2017: n.d.

Nous tablons pour 2016 et 2017 sur une croissance moyenne annuelle du PIB légèrement inférieure à celle du consensus. Malgré ce constat, la progression du PIB en valeurs réelles dépassera effectivement la production potentielle jusqu'au terme de 2017. Selon nos prévisions, la demande intérieure devrait continuer de soutenir notablement la croissance au sein de cette zone monétaire, bien que la contribution des investissements fixes des entreprises demeure morose au regard d'autres cycles économiques. En revanche, la consommation des ménages bénéficie non seulement de la faiblesse de l'inflation, mais également de la poursuite d'un repli modéré du taux de chômage qui s'établit désormais à 10,7 % pour la Zone Euro dans son ensemble. Enfin, compte tenu de la poursuite du redressement observé sur le marché du travail, la progression des salaires ne devrait apporter qu'une contribution modérée. Face à la crise migratoire et à la hausse des dépenses publiques en matière de sécurité, la politique d'austérité ne compte plus pour l'heure parmi les points inscrits à l'ordre du jour des gouvernements.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,3%	2016: 1,0%
2017: 1,7%	2017: n.d.

Les dernières estimations avancées de l'indice des prix à la consommation pour le mois de novembre ont suscité un sentiment de déception. L'inflation sous-jacente - qui avait jusqu'à présent fait preuve de résilience - guère affectée par les répercussions résultant de la forte baisse des cours des matières - s'est repliée à 0,9 %, un niveau atteint en août et septembre 2015. Ces données préliminaires n'ont toutefois pas conduit à une réaction excessive de la BCE, ce qui a affectivement déçu les intervenants sur les marchés. L'IPC décevant était principalement imputable à la faiblesse de l'inflation en Italie, où la fin de l'exposition de Milan a fait temporairement plonger les prix des services. Dans le sillage de sa réunion, la BCE a également révisé à la baisse ses propres perspectives inflationnistes dernièrement actualisées en septembre 2015. Elle table sur une inflation moyenne annuelle à 1,0 % en 2016 contre 1,1 % antérieurement et 1,6% en 2017 contre 1,7% précédemment. Il reste à savoir si la divergence des politiques monétaires et la dépréciation de l'euro qui en résulte seront à même de permettre à l'inflation globale de franchir clairement le seuil de 1 % dès le début de l'année prochaine. Afin de s'approcher de la cible des 2 % fixée par la BCE, les prix de l'énergie devront augmenter.

Japon – Une récession illusoire

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,0%	2016: 1,2%
2017: 1,0%	2017: n.d.

Nous avons évoqué dans nos deux derniers commentaires la probabilité, puis la prétendue confirmation que le Japon connaîtrait de nouveau une récession technique au troisième trimestre 2015. Or, à peine quelques semaines se sont-elles écoulées qu'il est manifeste que les premières données préliminaires ont envoyé de faux signaux. Ce constat est récurrent s'agissant des données de la comptabilité nationale au Japon : en effet, les secondes estimations officielles ont sensiblement modifié les données du PIB au troisième trimestre. Même, le signe a changé : au lieu d'enregistrer une contraction de -0,2 %, le PIB afficherait désormais une progression de 0,3 % au cours des trois mois s'achevant en septembre. Les dernières données publiées sont davantage conformes à nos propres observations soulignant une amélioration des baromètres de confiance des entreprises ainsi que des particuliers. Cette tendance s'est poursuivie au dernier trimestre 2015 : en novembre, l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier au Japon a atteint son plus haut niveau depuis mars 2014. La confiance des petites entreprises s'est rétablie après avoir connu un creux temporaire au second trimestre. L'indice de confiance publié par *Shoko Chukin Bank* s'est accru ressortant à 49,9. Toute donnée supérieure à 50 suggère qu'une majorité d'entreprises participant à cette enquête analyse leur situation actuelle sous un angle positif. Cet indice a franchi le seuil des 50 points pour la dernière fois au premier trimestre 2014. La confiance des ménages a également continué de s'améliorer jusqu'en novembre, atteignant son plus haut niveau depuis décembre 2013.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,3%	2016: 0,7%
2017: 0,3%	2017: n.d.

Nous maintenons nos prévisions inflationnistes en-deçà du consensus pour 2016 compte tenu du sentiment de déception suscité par la progression des salaires. Un nouveau relèvement de la taxe sur la consommation d'ici avril 2017 - de 8 % à 10 % - est toujours à l'ordre du jour. Nous n'avons pas pour l'heure intégré une telle mesure dans notre scénario inflationniste pour 2017. Ceci explique l'écart important observé par rapport aux estimations du consensus qui tablent selon Bloomberg sur une inflation de 2 % d'ici 2017. Nous suivrons de près le débat politique au cours du premier trimestre 2016. Dès que nous aurons la conviction de la survenance d'un relèvement de cette taxe, nous ajusterons en conséquence nos prévisions inflationnistes (et de croissance).

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,9%	2016: 2,3%
2017: 1,8%	2017: n.d.

À première vue, le ralentissement de la croissance observé au troisième trimestre – ressortant à 0,5 % - viennent conforter nos projections inférieures au consensus. Or, après une analyse plus approfondie des données alors disponibles concernant le trimestre actuel, la dynamique économique n'a pas poursuivi son ralentissement au regard du rythme observé au troisième trimestre. Notre propre modèle de croissance du PIB fondé sur les indices PMI laisse même entrevoir une progression de 0,6 % au regard du précédent trimestre. Notre modèle fondé sur les indices PMI laisse entrevoir une croissance du PIB égale selon toutes probabilités à 0,2 %. Une autre raison nous a conduits à réviser notre trajectoire de croissance pour les prochains trimestres : le ton modéré adopté par George Osborne dans sa déclaration d'automne sur les finances publiques pour évoquer les mesures d'austérité budgétaire à l'avenir. Au moment où nous relevons légèrement nos prévisions compte tenu de la poursuite de la vigueur sous-jacente de l'économie intérieure et des perspectives d'une politique budgétaire moins restrictive, l'urgence d'une normalisation de la politique monétaire se fait plus que jamais sentir. La Banque d'Angleterre devrait emboîter le pas à la banque centrale américaine en resserrant sa politique monétaire au cours du 1er semestre 2016.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,1%	2016: 1,1%
2017: 2,0%	2017: n.d.

Le recul des prix de l'énergie observé jusqu'au terme du mois de novembre nous a conduits à réviser légèrement à la baisse notre profil inflationniste. En analysant l'évolution des cours des matières premières, nous constatons un renforcement du pouvoir de fixation des prix dans certaines sociétés de services sur le marché intérieur se traduisant par une hausse de l'inflation sous-jacente même face à une chute des prix de l'énergie et une appréciation de la livre Sterling. La progression des salaires supérieure à 2 % depuis plus d'un an dans le secteur privé, et qui s'accélère passant de 0,6 % en décembre 2014 à 1,4 % récemment dans le secteur public, constitue une nouvelle source inflationniste à l'avenir.

Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management AG, Zurich

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, une offre de vente ou une incitation à effectuer un placement. Le présent document est susceptible de contenir des prévisions fondées sur nos opinions, prévisions et projections actuelles. Swiss Life Asset Managers est susceptible de suivre ou d'exploiter les recommandations issues de la recherche avant leur publication. Bien que le contenu du présent document se fonde sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Les résultats réels peuvent différer de manière significative des résultats anticipés par nos prévisions. Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à swisslifeam-serviceclients@swisslife.fr. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.swisslife-am.com.**

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,7%	2016: 1,2%
2017: 1,0%	2017: n.d.

Nous avons appris la semaine dernière que l'économie suisse était entrée en stagnation au troisième trimestre. Un tel constat devrait par conséquent conduire nos confrères à réviser sensiblement à la baisse leurs prévisions pour 2016. Pour atteindre une croissance moyenne annuelle du PIB de 1,2 % en valeurs réelles en 2016, la Suisse devrait renouer avec un rythme de progression de près de 0,4 % au cours de chacun des trimestres de 2016, ou enregistrer une croissance comparable à celle affichée de 2012 à 2014, en pleine période d'expansion. Ce scénario est à notre avis illusoire : La vigueur de la consommation des ménages a évité à la Suisse d'entrer en récession après l'abandon par la BNS de sa politique de taux de change plancher. Les ménages ont profité du recul des prix à l'importation pour de gros achats. Cette année, la bonne tenue de la consommation des ménages a solidement soutenu la croissance du PIB ; cette situation ne se renouvellera pas en 2016. En fait, les ventes mensuelles de véhicules automobiles ont jusqu'à présent chuté de 6 % au dernier trimestre, au regard des volumes moyens enregistrés entre février et septembre. Les efforts déployés pour consolider les finances publiques à tous les échelons de l'état devraient se traduire par un resserrement budgétaire. Par conséquent, les recrutements devraient ralentir dans le secteur public. Notre scénario laisse entrevoir une hausse du taux de chômage de 3,4 % actuellement à 3,7 % d'ici la fin de l'année 2016.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,0%	2016: - 0,3%
2017: 0,2%	2017: n.d.

Le franc Suisse, pondéré en fonction des échanges commerciaux, enregistre une évolution baissière depuis mi-2015. Le recul des prix à importation semble ainsi s'être arrêté. Dans l'hypothèse d'une stabilité des prix de l'énergie, l'inflation devrait retourner en territoire positif au second semestre de 2016. Les forces inflationnistes sous-jacentes demeurent toutefois modérées compte tenu de l'importance des pressions exercées sur les commerces de détail et les hôtels par la concurrence étrangère.

