

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

	PIB 2016				PIB 2017				Inflation 2016				Inflation 2017			
	Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus		Swiss Life AM		Consensus	
États-Unis	2,3%	(2,5%)	2,4%	(2,5%)	2,1%		2,5%	(n.d.)	1,5%	(1,7%)	1,5%	(1,7%)	2,2%		2,3%	(n.d.)
Zone euro	1,4%		1,7%		1,3%		1,7%	(n.d.)	0,8%	(1,3%)	0,8%	(1,0%)	1,7%		1,5%	(n.d.)
Japon	1,1%	(1,0%)	1,2%		1,0%		0,6%	(n.d.)	0,3%		0,6%	(0,7%)	0,3%		2,0%	(n.d.)
Royaume-Uni	1,8%	(1,9%)	2,3%		1,8%		2,3%	(n.d.)	0,7%	(1,1%)	1,0%	(1,1%)	2,0%		1,8%	(n.d.)
Suisse	0,7%		1,2%		1,0%		1,7%	(n.d.)	-0,3%	(0,0%)	-0,4%	(-0,3%)	0,2%		0,3%	(n.d.)

Source relative aux estimations du consensus: Consensus Economics Inc. London, 11 janvier 2016

### États-Unis – Ralentissement économique en fin d'année 2015

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2016: 2,3%	2016: 2,6%
2017: 2,1%	2017: 2,5%

L'économie américaine a connu un passage à vide au quatrième trimestre 2015 imputable à un ralentissement de l'activité dans l'industrie manufacturière, et principalement minière. La faiblesse des résultats des enquêtes réalisées auprès des sociétés américaines a également été confirmée par le récent Livre Beige publié par la Réserve fédérale. Ce résumé des commentaires des conditions économiques compilés par les Réserves Fédérales des Districts a effectivement fait état d'une poursuite de l'expansion dans ce pays, mais à un rythme plus lent que celui observé ces derniers mois ou trimestres. Les perspectives sont pour la plupart demeurées positives dans l'ensemble des districts. La plupart des sociétés ont évoqué un contexte plus défavorable en pointant du doigt la fermeté du Billet Vert ou le fort plongeon des cours du pétrole, qui accentuent les pressions exercées sur les entreprises évoluant dans le secteur énergétique. Les facteurs observés ces derniers trimestres sont en grande partie préservés : les dépenses des ménages, les ventes de véhicules automobiles et l'immobilier demeurent les principaux soutiens de la croissance, mais dans une moindre mesure. Les ventes de détail n'ont pas été à la hauteur des prévisions en raison fondamentalement d'un hiver anormalement chaud et des problèmes en résultant au niveau des facteurs d'ajustement saisonniers. Par ailleurs, il a déjà été fait mention de la bonne tenue des chiffres de ventes du commerce en ligne, mais des doutes subsistent quant à savoir si ces chiffres ont correctement été intégrés dans ceux des ventes globales au détail tels que publiés. Nous avons ainsi tenu compte de ces points faibles évoqués au dernier trimestre 2015 pour ajuster en conséquence nos projections du PIB qui ont également eu un effet notable sur

les perspectives de 2016 via l'effet de base. Fait plus important encore, nous n'avons pas modifié notre hypothèse de croissance pour les prochains trimestres. À notre avis, le scénario d'une croissance tirée par la consommation, qui est la thématique qui domine la plupart des économies avancées, demeure valable. Comme le souligne – d'une façon remarquable – le rapport sur le marché de l'emploi de décembre, la propension à la dépense des ménages est soutenue par le nombre élevé des recrutements et un regain de confiance dans la sécurité de l'emploi. Les emplois ont progressé à un rythme moyen de 284 000 au quatrième trimestre 2015, soit la plus forte augmentation observée lors de cette longue phase de reprise après la crise financière et contrastant fortement avec la faible croissance de la production évoquée antérieurement. Un nouveau plongeon des cours du pétrole permet notamment aux ménages à faibles revenus de disposer d'un budget plus important pour financer d'autres biens.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2016: 1,5%	2016: 1,7%
2017: 2,2%	2017: 2,3%

Les cours du pétrole n'en finissent pas de chuter, obligeant ainsi de toute évidence l'ensemble des prévisionnistes à réviser leur trajectoire inflationniste. Nous avons abaissé nos prévisions de hausse mensuelle pour décembre et janvier, entraînant ainsi une nouvelle révision baissière des projections pour l'ensemble de l'année 2016. En intégrant les dernières évolutions, l'inflation globale pour 2016 suivrait une forme en U, en hausse jusqu'à approximativement 1,4 % en janvier, avant de flirter de nouveau avec les 1 % d'ici la mi-2016 et de nouveau en progression fin 2016. D'après nos propres anticipations, l'inflation sous-jacente devrait continuer d'osciller autour des 2 % pendant une grande partie de 2016.

## Zone Euro – Confiance qui demeure plutôt soutenue

### Croissance du PIB

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

À la différence de l'économie américaine, les données d'enquêtes ont terminé l'année 2015 sur une note positive. Les baromètres de confiance recueillis par la Commission Européenne viennent s'ajouter à l'indice PMI composite, en hausse. Les indicateurs reflètent une amélioration générale dans l'ensemble des secteurs d'activité et un regain de confiance des consommateurs. Le taux de chômage a reculé pour atteindre son plus bas niveau depuis plus de quatre ans, s'établissant à 10,5 % en décembre, en repli de 1,6 pour cent par rapport au pic atteint en mars 2013. Les données les plus récentes confirment par conséquent notre scénario, selon lequel la dynamique de croissance de cette région demeure inchangée, comme le reflètent nos projections des taux de croissance trimestriels du PIB. La demande intérieure demeure le principal moteur de croissance, alors que les turbulences accrues sur le front international et les tensions géopolitiques n'ont eu jusqu'à présent que des effets limités. Enfin, les mesures de politique monétaire qu'a prises la BCE par le passé produisent des bénéfices tangibles en termes de disponibilité et de coût du crédit pour les ménages et sociétés non financières.

### Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,8%	2016: 1,1%
2017: 1,7%	2017: 1,5%

Nous avons été contraints pour des raisons évidentes de réviser considérablement à la baisse nos projections inflationnistes pour l'ensemble de l'année 2016 en raison des seules évolutions observées en décembre 2015 et janvier 2016. Forts de ces tendances, nous tablons sur une inflation globale ressortant à 0,8 % en moyenne en 2016 contre 1,3 % antérieurement. Le fort plongeon des cours de l'énergie vers la fin de l'année dernière et au début de cette année a annulé le puissant effet de base qui aurait sinon poussé l'inflation globale largement au-dessus du seuil des 1 %. Par ailleurs, les prix des denrées alimentaires semblent faibles, et ce même à une échelle générale et pourraient bien à l'avenir alimenter l'inflation des produits alimentaires transformés. Alors que l'inflation globale devrait désormais demeurer éloignée de l'objectif de la BCE, l'inflation sous-jacente devrait quant à elle continuer de progresser modérément. Le risque patent demeure l'évolution des cours de l'énergie, mais pas uniquement à la baisse. Dès que les prix repartiront à la hausse au regard de leurs niveaux actuels, l'impact en pourcentage sur l'inflation globale sera notable.

## Japon – La taxe sur la consommation au cœur de nouveaux débats

### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,1%	2016: 1,3%
2017: 1,0%	2017: 0,6%

À l'instar de la Zone Euro, les principales données qui se dégagent des enquêtes réalisées au Japon sont demeurées stables, voire se sont même améliorées au cours du dernier trimestre 2015 en dépit d'un flux de nouvelles négatives en provenance de Chine. Fait plus important encore, l'indice des directeurs d'achats (PMI) nippon a continué de s'améliorer après avoir atteint un point bas au second trimestre 2015. Les constructeurs de véhicules automobiles et les fabricants de produits high-tech nippons bénéficient incontestablement du recul des prix de l'énergie et d'une hausse du revenu disponible des ménages dans les pays développés. Il est impossible à ce stade de comparer équitablement nos propres projections pour 2017 et celles du consensus récemment introduites. La plupart des instituts ont intégré une nouvelle hausse - de 8 % à 10 % - du taux de la taxe sur la consommation dans leurs profils de PIB et inflationnistes. Malgré l'engagement du Premier Ministre Abe de maintenir le relèvement planifié « indépendamment de l'environnement économique », nous devons faire preuve de patience et observer si cette mesure sera mise en oeuvre compte tenu des conditions économiques mondiales actuelles et de l'expérience en 1997 et 2014 des effets dévastateurs de telles hausses d'impôts sur la demande intérieure. Nous suivons donc attentivement le débat politique. Dès que les décisions définitives quant au timing, à la portée de ce relèvement de taxe et aux exonérations auront été prises, nous ajusterons en conséquence nos prévisions de croissance et d'inflation pour 2017.

### Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,3%	2016: 0,8%
2017: 0,3%	2017: 2,0%

L'écart notable observé entre nos propres prévisions et celles du consensus en terme d'inflation moyenne en 2017 est imputable – et c'est également le cas pour nos projections de croissance du PIB – à nos hésitations à inclure un relèvement de la taxe sur la consommation en 2017 dans notre profil inflationniste. En attendant, nous continuons d'anticiper une pression inflationniste limitée malgré une amélioration progressive de la croissance des salaires. L'inflation globale annuelle supérieure à zéro que connaît le Japon depuis mi-2013 est en premier lieu imputable à une hausse des prix des produits importés en raison de la dévaluation massive du yen depuis la fin de 2012. Cette tendance devrait désormais s'inverser compte tenu d'une appréciation de plus de 7 % de la valeur du yen pondérée en fonction des échanges commerciaux depuis la fin juin 2015.

**Croissance du PIB**

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,8%	2016: 2,4%
2017: 1,8%	2017: 2,3%

Depuis début 2014, nos prévisions de croissance en 2015 ont été comparativement prudentes compte tenu de nos anticipations tablant sur un ralentissement de l'activité économique imputable aux conditions financières. En avril 2015, nos prévisions de 2,0 % étaient largement inférieures à celles du consensus s'établissant à 2,6 %. Plus tard, la publication des premiers rapports sur la vigueur de l'économie au premier semestre 2015 nous a contraints à relever nos projections à hauteur de 2,5 % en octobre, un chiffre alors en phase avec celui du consensus. Rétrospectivement, nous aurions dû nous fier à notre propre jugement, puisqu'une révision notable des données officielles du premier trimestre nous conduit à corriger à la baisse nos dernières projections de croissance pour l'année 2015 dans son ensemble, celles-ci ressortant de nouveau à 2,2 %. Le Premier Ministre souhaite apparemment organiser dès 2016 le référendum sur le maintien ou non de l'adhésion du Royaume-Uni à l'Union Européenne, les renégociations avec Bruxelles devant s'achever en février. Les électeurs ne devraient pas à notre avis opter pour un "Brexit". Cependant, les incertitudes quant à l'évolution des perspectives économiques expliquent en partie nos prévisions de croissance inférieures au consensus en 2016. Les sociétés - disposant de tout un éventail de possibilités en matière d'investissements ou de recrutements à l'étranger - devraient différer leurs principaux projets au Royaume-Uni jusqu'au dernier trimestre 2016, lorsque les incertitudes quant à l'issue du référendum auront été levées.

**Inflation**

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,7%	2016: 1,3%
2017: 2,0%	2017: 1,8%

Le récent repli des prix de l'énergie se traduit par une nouvelle correction baissière de nos prévisions d'inflation globale. Or, compte tenu d'une dépréciation de 10 % de la livre Sterling depuis novembre 2015, les effets des récentes baisses des cours des matières premières devraient être moins prononcés que dans d'autres pays développés. Sur fond de croissance économique supérieure au potentiel, l'écart de production devrait se combler cette année. Ainsi, une fois les cours de l'énergie stabilisés ou repartis à la hausse, le risque d'une reprise rapide des tendances inflationnistes est élevé au Royaume.

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

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. Le présent document est susceptible de contenir des prévisions fondées sur nos opinions, prévisions et projections actuelles. Nous ne nous engageons pas à les actualiser ou à les réviser. Les résultats réels peuvent différer de manière significative des résultats anticipés par nos prévisions. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com). Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : [www.swisslife-am.com](http://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: 1,7%

À en juger par la première publication des données du consensus pour 2017, la majorité des économistes non seulement anticipe un retour en 2016 et 2017 de la dynamique de croissance observée entre 2012 et 2014, mais également une reprise économique durable. Cet optimisme contraste clairement avec les gros titres des médias à l'occasion de l'anniversaire de la décision de la BNS en janvier 2015 d'abandonner sa politique de taux de change plancher. A première vue, nos prévisions inférieures au consensus pourraient être interprétées comme reflétant l'état d'un pays dénué de son tissu industriel. Or, les données d'enquêtes suggèrent une stabilisation de l'activité industrielle d'ici la fin 2015. Dans l'ensemble, une majorité de sociétés table sur une hausse de leurs carnets de commandes au cours des trois prochains mois selon une enquête industrielle du KOF. Notre scepticisme quant à l'évolution de la dynamique en Suisse à l'avenir ne repose pas sur des craintes d'une désindustrialisation de ce pays. Nous pensons plutôt que la demande intérieure finale progressera à l'avenir à un rythme plus lent que celui observé au cours des douze derniers mois, lorsque le fléchissement des prix de biens durables incitait les consommateurs à se lancer temporairement dans une frénésie d'achats. La hausse du taux de chômage devrait également à notre avis freiner la croissance de la consommation au cours des prochains trimestres. Notre modèle du marché de l'emploi prévoit une augmentation du taux de chômage de 3,4% actuellement à 3,8 % au terme de 2016.

**Inflation**

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

Nous avons de nouveau été contraints d'abaisser nos prévisions d'inflation moyenne pour 2016 en raison d'une baisse des prix de l'énergie. En janvier, les prix de l'essence et du mazout domestique ont réduit de 0,18 % l'indice des prix à la consommation par rapport au mois précédent. Ce constat, conjugué aux effets de saisonnalité habituellement défavorables au cours du premier mois de l'année, nous conduisent à anticiper une baisse de 0,4 % de l'indice des prix à la consommation en janvier, ou 1,3 % par rapport au même mois l'année dernière.