

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	2,1%	(2,0%)	2,1%	(2,2%)	2,1%		2,4%		1,2%		1,3%		2,2%		2,2%	
Zone euro	1,3%		1,5%	(1,6%)	1,3%		1,6%	(1,7%)	0,2%	(0,4%)	0,3%	(0,5%)	1,7%		1,4%	(1,5%)
Japon	0,2%	(0,5%)	0,7%	(1,0%)	1,0%		0,6%		0,1%	(-0,1%)	0,0%	(0,3%)	0,3%		1,6%	(1,8%)
Royaume-Uni	1,8%		2,0%	(2,2%)	1,8%		2,2%		0,5%		0,7%	(0,8%)	2,0%	(1,9%)	1,8%	
Suisse	0,9%	(0,7%)	1,1%		1,0%		1,5%	(1,6%)	-0,3%	(-0,5%)	-0,6%	(-0,5%)	0,3%	(0,2%)	0,2%	(0,3%)

Source relative aux estimations du consensus: Consensus Economics Inc. London, 7 mars 2016

États-Unis – Que signifie réellement “proche de la normale” ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2016: 2,1%	2016: 2,1%
2017: 2,1%	2017: 2,4%

Si l'économie avait été “proche de la normale” le 11 février, elle devrait évoluer actuellement “au-dessus de la normale”, si l'on tient compte des chiffres de la croissance. Les données macro-économiques se sont certainement améliorées depuis la déclaration de Madame J. Yellen, sans se traduire par une nouvelle appréciation du dollar. La croissance du PIB au quatrième trimestre a été revue à la hausse. Même les cours du pétrole, et par voie de conséquence, les prévisions inflationnistes ont évolué dans la direction souhaitée, autrement dit à la hausse. L'ensemble de ces conditions devraient effectivement jeter les bases d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire ; cependant, la décision “de ne pas relever les taux” était conforme aux prévisions des marchés ; la déclaration accommodante qui l'accompagnait demeure toutefois difficile à comprendre. En effet, le secteur manufacturier semble notamment surmonter lentement l'accès de faiblesse imputable à une appréciation notable du USD et aux effets défavorables résultant d'une chute du prix du pétrole. Le plongeon de l'indice ISM manufacturier en-deçà du seuil critique de 50 points en octobre et son maintien en-deçà de ce seuil ont contribué à attiser les craintes d'une récession imminente qui a ébranlé les marchés en début d'année. Pendant ce temps, la forte hausse des indices des directeurs d'achats régionaux en mars vient étayer notre opinion selon laquelle l'indice ISM pourrait dépasser le seuil des 50 points lors de sa prochaine publication le 1^{er} avril. Même si les chiffres des expéditions et commandes de biens durables ont déçu en février, nous tablons sur un regain des investissements dans des biens d'équipement sur fond d'amélioration du baro-

mètre de confiance. En attendant, le marché de l'emploi continue de se renforcer, bien que l'on n'ait constaté aucune augmentation des salaires en valeurs nominales – un constat qui éveille la suspicion. Les créations d'emplois sont toujours demeurées à des niveaux respectables depuis 2010 ; le rythme devrait toutefois se ralentir en situation de plein emploi. Les consommateurs continuent de bénéficier de la faiblesse des prix de l'énergie, de la solidité du marché du travail et d'une croissance des salaires en valeurs réelles. Le ratio du service de la dette – un indicateur qui mesure le rapport entre l'endettement et le revenu disponible de l'ensemble des ménages – oscille aux environs de 10 %, le plus bas niveau atteint depuis la première publication de cette série de données en 1980.

Inflation

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

Fait surprenant, on a constaté ces derniers mois que ni la fermeté du dollar US, ni même la faiblesse des cours des matières premières ne se sont notablement répercutées sur les chiffres de l'inflation sous-jacente. Bien au contraire, comme nous l'avons rappelé à plusieurs reprises dans des publications antérieures de ce commentaire, les pressions inflationnistes ne doivent pas être sous-estimées, alors que l'IPC sous-jacent a déjà atteint un niveau de 2,3 %. Comme on pouvait s'y attendre, les pressions inflationnistes sur le marché intérieur continuent de s'accroître parallèlement à une diminution des capacités inutilisées au sein de l'économie. Les prix des services de base, hors énergie – un indicateur pertinent pour évaluer les pressions endogènes – s'établissent désormais à 3,1 %, contre 2,4 % il n'y a qu'un an. À l'avenir, nous tablons sur une plus grande fermeté des prix des services, dynamisés notamment par une hausse des salaires qui devrait finalement se manifester après avoir renoué avec une situation de plein emploi.

Zone Euro – Hausse du baromètre de confiance des entreprises

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 1,3%	2016: 1,5%
2017: 1,3%	2017: 1,6%

La BCE a encore le pouvoir de surprendre, bien que les effets marginaux des décisions prises diminuent. La décision de se lancer dans des achats d'emprunts corporate reflète indéniablement une réorientation majeure de la politique de la BCE. Les fondamentaux macro-économiques n'auraient toutefois pas justifié de nouvelles mesures drastiques en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire, qui se seraient traduites par une nouvelle distorsion sur les marchés financiers. Selon les données préliminaires de mars, l'indice des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière a progressé pour atteindre un niveau de 51,4 points ; parallèlement, celui du secteur des services a même bondi pour ressortir à 54 en mars. De même, le baromètre *ifo* du climat des affaires en Allemagne a progressé pour la première fois depuis quatre mois, un constat principalement imputable à une embellie prononcée observée dans le secteur de la vente au détail. Alors que la demande intérieure devrait se redresser, les exportations subissent le ralentissement observé dans les pays émergents. Par ailleurs, l'euro pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est apprécié depuis la fin du mois de février malgré les tentatives répétées de la BCE d'affaiblir son attractivité. La croissance des salaires réels en Allemagne est en forte hausse et a renoué avec son plus haut atteint au début des années 1990, où l'on percevait clairement l'effet de la réunification.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,2%	2016: 0,3%
2017: 1,7%	2017: 1,4%

Depuis la déclaration il y a près de trois semaines par M. Mario Draghi, le président de la BCE, que les taux d'intérêt avaient probablement atteint leur point bas, la Banque n'a pas ménagé ses efforts pour souligner effectivement que ces taux pourraient encore baisser. À la date de rédaction du présent commentaire, cette déclaration est également à la une de la page d'ouverture du site de la BCE qui accueille les visiteurs. L'inflation globale a rechuté en-deçà de zéro en février et devrait y rester selon nos propres projections jusqu'à mi-2016. L'inflation sous-jacente qui exclue les éléments les plus volatils, comme l'énergie et les denrées alimentaires, a atteint un niveau de 0,8 % et devrait évoluer à ces niveaux pendant le restant de l'année. La récente appréciation de l'euro constitue certainement une malédiction pour la BCE.

Japon – Une confiance ébranlée au sein des entreprises nipponnes

Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,2%	2016: 0,7%
2017: 1,0%	2017: 0,6%

Malgré une légère révision haussière des données des comptes nationaux au 4e trimestre 2015 qui reflète une reprise des dépenses d'investissement des entreprises en 2015, le moral des chefs d'entreprise semble s'être détérioré au cours du premier trimestre 2016 : à en juger par les données préliminaires de mars, l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier a chuté en-deçà du seuil des 50 points, considéré comme une expansion de l'activité. Le fléchissement de la dynamique des entreprises nipponnes semble généralisé, comme le révèle une étude distincte réalisée sur 1 000 petites et moyennes entreprises dans tous les pans de l'économie par l'institut *Shoko Chukin Bank*. Quant à la contribution du marché intérieur à la croissance du PIB en 2016, la consommation des ménages ne devrait guère compenser la modération des investissements des entreprises. En février, le baromètre de confiance des ménages a reculé à son plus bas niveau depuis plus d'un an. Ce constat nous conduit par conséquent à réviser à la baisse nos prévisions de croissance du PIB au premier trimestre 2016. L'économie japonaise demeure ainsi en récession. Compte tenu des conditions économiques actuelles, nous doutons que le gouvernement nippon procède effectivement au relèvement de 8 % à 10 % de la taxe sur la consommation prévu en avril 2017. Nos prévisions pour 2017 supérieures au consensus ne devraient pas par conséquent être interprétées à tort comme un optimisme accru sur la future dynamique économique. Nous n'avons tout simplement pas intégré les effets d'un éventuel relèvement de cette taxe dans notre profil de croissance à la différence de la plupart de nos collègues qui l'ont déjà fait.

Inflation

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

Comme c'est le cas concernant les prévisions du PIB en 2017, il est difficile de comparer nos projections inflationnistes avec celles du consensus. S'il advenait que le Premier Ministre Abe adopte une stratégie similaire à celle de 2014, lorsqu'il a déclenché des élections anticipées pour obtenir un mandat et différer ainsi le relèvement de la taxe, il devrait fort probablement dissoudre le parlement après le sommet du G7 que le Japon accueillera en mai. Bien qu'en légère baisse le mois dernier, la cote de popularité du Cabinet Abe demeure suffisamment élevée pour lui assurer une majorité en cas de nouvelles élections anticipées.

Croissance du PIB

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

Chacun s’étant désormais forgé une opinion quant à l’issue du référendum sur le maintien ou non de l’adhésion du Royaume-Uni à l’UE en juin, les politiques dominant pour l’heure les discussions sur l’économie britannique. Nous considérons comme positive la proximité de ce scrutin qui permet ainsi de réduire au maximum la période d’incertitudes pour les entreprises au Royaume-Uni et à l’étranger. Naturellement, ce constat ne vaut que si une majorité d’électeurs se prononce en faveur d’un maintien du Royaume-Uni au sein de l’U.E. C’est à notre avis l’issue la plus probable compte tenu d’indicateurs comme ceux des parieurs qui misent à 66 % pour une victoire de la campagne en faveur d’un “maintien” ou des 70 % de probabilités de parvenir à ce même résultat à en juger par les plus de 770 experts participant au concours de pronostics organisé par le programme *Good Judgement Project* sur des prévisions politiques. La plupart des récentes études économiques révèlent un certain degré d’incertitudes parmi les thématiques économiques. L’indice des directeurs d’achats du secteur manufacturier a temporairement chuté à son niveau le plus bas depuis avril 2013. Parallèlement, les ventes au détail enregistrées au cours des deux premiers mois de l’année reflètent une dynamique soutenue de la consommation intérieure. Selon ces données, les volumes de ventes étaient en hausse de 1,5 % par rapport au dernier trimestre 2015. Les ventes de véhicules sont en progression de près de 5% par rapport aux deux premiers mois de 2015.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: 0,5%	2016: 0,7%
2017: 2,0%	2017: 1,8%

Une nouvelle dynamique de croissance des salaires dans le secteur privé se traduit par la robustesse de la consommation. Sous l’effet d’une hausse des revenus disponibles, les prix annuels des hôtels et des restaurants - qui constituent l’une des composantes de l’indice des prix à la consommation - ont progressé de 1,6 % à 1,9 %. Les chiffres modérés de l’inflation observés en février ne devraient à notre avis être que temporaires, ceux-ci étant imputables à la volatilité de la composante des services de transport. Les prix de l’énergie devraient entraîner une accélération de l’inflation en mars et avril.

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. 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: 0,9%	2016: 1,1%
2017: 1,0%	2017: 1,5%

A première vue, la révision de 0,1 % à la baisse des prévisions du PIB 2016 publiées par le Secrétariat d’État à l’Économie ou le centre de recherches conjoncturelles KOF (ETHZ) semble insignifiante. Or, ces révisions tenant compte de la plupart des données les plus récentes sur la vigueur de l’activité au dernier trimestre 2015, les futures projections ont été largement revues à la baisse. D’après un sondage Bloomberg réalisé auprès de 14 économistes, le taux de 0,4% de croissance trimestrielle - en hausse au dernier trimestre 2015 - a surpris tout un chacun, nous y compris. Le fondement sur lequel s’appuie la trajectoire de croissance pour cette année est supérieur à celui antérieurement anticipé et nous conduit par conséquent à revoir à la hausse nos propres projections pour 2016 de 0,7 % à 0,9 %. Compte tenu de l’analyse des indices d’activité économique actuels et de la confirmation d’une augmentation progressive du taux de chômage comme l’indique notre propre modèle, nous ne voyons aucune raison de réviser nos projections à l’avenir. Comme le savent parfaitement les lecteurs assidus du présent commentaire, nous faisons toujours preuve de prudence dans nos prévisions sur l’activité économique intérieure et sur la contribution à la croissance de la consommation des ménages, de la construction et des dépenses publiques. Cette constatation demeure vraie pour la seconde année après la décision de la Banque Nationale d’abandonner son taux de change plancher face à l’euro.

Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016: -0,3%	2016: -0,6%
2017: 0,3%	2017: 0,2%

Nous révisons légèrement à la hausse les prévisions inflationnistes pour trois raisons : Premièrement, les données de février s’avèrent légèrement supérieures aux anticipations. En second lieu et fait plus important encore : les cours de l’énergie ont progressé en mars dans le sillage de la hausse des prix du brut sur les marchés au comptant. Le prix au détail du mazout domestique est actuellement en hausse de 12 % par rapport à son point bas enregistré le 11 février. Enfin, la hausse de 3 % annoncée des prix des transports publics en décembre 2016 ravivera de près de 0,06 % l’inflation en 2017.