

Prévisions (entre parenthèses prévisions du mois dernier)

| | PIB 2017 | | PIB 2018 | | Inflation 2017 | | Inflation 2018 | |
|--------------------|---------------|-------------|---------------|-----------|----------------|-------------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus |
| Etats-Unis | 1,9% (2,2%) | 2,2% | 2,3% | 2,4% | 2,3% (2,5%) | 2,5% | 2,1% | 2,3% |
| Zone euro | 1,6% (1,4%) | 1,7% (1,6%) | 1,3% (1,2%) | 1,5% | 1,9% (1,7%) | 1,6% (1,7%) | 1,6% (1,5%) | 1,4% |
| Japon | 1,2% | 1,3% (1,2%) | 0,9% | 1,0% | 0,3% | 0,7% | 0,3% (0,0%) | 1,0% |
| Royaume-Uni | 1,7% (1,8%) | 1,7% | 1,0% | 1,3% | 2,6% | 2,6% | 2,3% | 2,7% |
| Suisse | 1,2% | 1,5% | 1,6% | 1,7% | 0,6% (0,5%) | 0,5% | 0,4% | 0,7% |

Source relative aux estimations du consensus : Consensus Economics Inc. London, 10 avril 2017

Etats-Unis – Cent jours, beaucoup de bruit pour rien

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2017 : 1,9 % | 2017 : 2,2% |
| 2018 : 2,3% | 2018 : 2,4% |

Cela fait presque 100 jours que Donald Trump est président des Etats-Unis. La nouvelle administration n'ayant mis en œuvre aucune des idées cruciales qui avaient tant plu à un si grand nombre d'électeurs pendant la campagne, le verdict doit être sans appel. Apparemment tenue au moins de présenter quelque chose la semaine dernière, la Maison blanche s'est contentée d'annoncer un plan de réformes fiscales très sommaire (une page), non seulement avare de détails mais qui occulte en outre tout aspect financier. Ce plan prévoit une réduction substantielle du taux d'imposition des sociétés de 35% à 15%, comme promis pendant la campagne. Les entreprises américaines devraient pouvoir rapatrier les bénéfices réalisés à l'étranger, qui seraient taxés à un taux favorable qui n'a pas été divulgué. L'impôt sur le revenu des personnes physiques devrait être simplifié, et son taux abaissé également. Soulignons que ce plan ne cite nulle part la taxe d'ajustement aux frontières abordée précédemment. Visiblement, l'administration part du principe que toutes ces réductions d'impôts seront compensées par une accélération de la croissance du PIB, immédiate qui plus est. Or, ce n'est pas ce qui ressort de l'expérience. Nous pensons que ce projet très simplifié marque le début d'un long chemin pour la législation fiscale. Pour les membres du parti républicain, soucieux du déficit, l'impact de ces propositions sur le déficit budgétaire jouera un grand rôle dans leur décision de les accepter ou non. Outre la réforme fiscale, nous manquons encore de détails sur les grands travaux qui avaient tant fait parler d'eux pendant la campagne. Il s'ensuit que la révision en baisse, par rapport au mois dernier, de notre estimation de croissance du PIB américain à 1,9% pour cette année s'explique uniquement par la nouvelle mauvaise surprise de la croissance du

PIB du premier trimestre. La principale composante de l'activité, à savoir la consommation des ménages, n'a atteint que 0,2%, alors que sa contribution atteignait encore 2,4% au dernier trimestre 2016. Cette faiblesse s'étend à toutes les grandes composantes des dépenses de consommation, qu'il s'agisse des biens durables ou non durables, ou des services. Notons une autre contribution négative sensible, celle des stocks, qui ont réduit de 0,9% la croissance globale du PIB. En revanche, signalons la remarquable performance des dépenses d'investissement, qui ont profité à la croissance à hauteur de 1,1%, leur meilleure contribution depuis 2013.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2017 : 2,3% | 2017 : 2,5% |
| 2018 : 2,1% | 2018 : 2,3% |

L'inflation totale comme l'inflation sous-jacente ont surpris à la baisse au mois de mars : alors que l'impact relativement fort de la baisse des prix de l'énergie sur la première était prévisible, la sévère correction des tarifs de la téléphonie mobile n'était pas du tout attendue. Ces tarifs ont en effet reculé de 7% par rapport au mois de février, ce qui représente une chute sans précédent mais ne devrait pas se reproduire. L'inflation totale a enregistré de ce fait un repli de 0,3 pourcent en mars par rapport à février, rapportant ainsi le taux annuel à 2,4%, contre 2,8% un mois plus tôt. Il s'ensuit que le mois de février marque bien le sommet de nos propres prévisions d'inflation pour 2017. Nous tablons pour cette année sur une inflation totale supérieure à 2% tous les mois, ce qui n'était plus arrivé depuis 2007. Du côté de l'inflation sous-jacente, nous anticipons une moyenne annuelle de 2,1% pour cette année.

Zone euro – Retour de l'effet vacances et jours fériés

Croissance du PIB

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 1,6% | 2017 : 1,7% |
| 2018 : 1,3% | 2018 : 1,5% |

Un premier obstacle a été passé pour les élections françaises et les projections les plus pessimistes ne se sont finalement pas vérifiées. Les marchés redoutaient en effet un second tour opposant les deux extrêmes du spectre politique. Il n'en reste pas moins que les deux grands partis ont été éliminés. Quel que soit le vainqueur du scrutin final du 7 mai, ce sont les élections législatives de juin qui révéleront si la formation d'une coalition viable est possible, ce qui serait essentiel pour éviter la paralysie politique du deuxième plus grand pays de la zone euro. Sur le plan économique, la situation n'a jamais semblé aussi solide depuis le paroxysme de la crise de la dette, il y a cinq ans. Depuis le début de l'année, l'indice de surprise macroéconomique de la zone euro se maintient à des niveaux stratosphériques, ce qui signifie que les chiffres publiés ont réussi à faire mieux que les prévisions pourtant revues en hausse des analystes. L'économie espagnole, en particulier, a poursuivi sa surperformance régionale : l'office national des statistiques a déjà publié le taux de croissance du PIB pour le premier trimestre 2017 : avec un rythme trimestriel de 0,8%, il dépasse une nouvelle fois les attentes. Il se pourrait ainsi que nos prévisions de croissance du PIB de la zone euro au premier trimestre se révèlent excessivement prudentes. Les premiers chiffres de la croissance du PIB seront publiés le 3 mai.

Inflation

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 1,9% | 2017 : 1,6% |
| 2018 : 1,6% | 2018 : 1,4% |

Contrairement aux chiffres de l'inflation des Etats-Unis, l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro est publié sur une base non corrigée des variations saisonnières, ce qui signifie que la fluctuation des jours fériés d'une année sur l'autre, comme tel a été le cas avec Pâques cette année, aura très certainement un effet sur l'évolution des prix entre les mois concernés. Il s'ensuit que l'inflation d'avril a été tirée à la hausse dans la zone euro en raison des dates de Pâques et des hausses de prix entraînées à cette occasion pour les séjours tout compris et autres billets d'avion. En outre, le mauvais temps de ce printemps et la perte de nombreuses récoltes de fruits et légumes nous ont incités à relever nos prévisions d'inflation pour l'année en cours.

Japon – Un objectif d'inflation toujours inatteignable

Croissance du PIB

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 1,2% | 2017 : 1,3% |
| 2018 : 0,9% | 2018 : 1,0% |

La première reprise cyclique simultanée à l'échelle mondiale depuis 2009 bénéficie indéniablement aux exportateurs japonais orientés vers la Chine et le reste de l'Asie, ce qui nous a incités à relever nos prévisions de croissance du PIB pour 2017, de 0,9% en octobre 2016 à 1,2% aujourd'hui. Nous pensons que le PIB japonais aura progressé de 0,4% au premier trimestre 2017, une vision qui rejoint celle du consensus interrogé par Bloomberg avant la première publication des chiffres officiels, le 18 mai. Notre estimation de la performance économique récente, mais aussi nos hypothèses de croissance future pour le Japon sont actuellement très proches de celles du consensus, et notre scénario d'une légère modération des dynamiques de croissance au cours des trimestres à venir semble partagé par une majorité de prévisionnistes. Nous n'avons pas besoin de réviser cette estimation par rapport au mois dernier. Les résultats des enquêtes auprès des entreprises, tels que l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier ou des services, laissent prévoir une tendance moins soutenue au début du deuxième trimestre 2017, un constat qui se vérifie également pour l'indicateur de confiance de Shoko Chukin Bank, fondé sur un large panel de petites entreprises.

Inflation

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 0,3% | 2017 : 0,7% |
| 2018 : 0,3% | 2018 : 1,0% |

Le gouverneur de la banque centrale japonaise, Haruhiko Kuroda, a récemment admis que la politique monétaire non conventionnelle de son institution n'avait pas permis d'atteindre l'objectif d'inflation désiré de 2%. Nous pensons que l'inflation totale japonaise n'atteindra même pas 1% d'ici à la fin du mandat de M. Kuroda, en avril 2018, et qu'elle se contentera d'un pic cyclique de seulement 0,6% au troisième trimestre de cette année. Une chute vertigineuse des tarifs de la téléphonie mobile a tout récemment mis à bas les tentatives de lutte contre la déflation de la banque centrale. Du fait d'une concurrence accrue des services sur le marché intérieur, l'inflation sous-jacente annuelle a reflué en territoire négatif pour la première fois depuis juillet 2013.

Royaume-Uni – Point de non-retour ?

Croissance du PIB

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 1,7% | 2017 : 1,7% |
| 2018 : 1,0% | 2018 : 1,3% |

La première publication des chiffres du PIB du premier trimestre 2017 était un cran en dessous de nos estimations : alors que nous attendions un ralentissement de la croissance à 0,35%, le taux officiel est ressorti à 0,3%. Les exportations ont encore bénéficié de la reprise cyclique mondiale et de la faiblesse de la livre, mais l'activité intérieure a sensiblement ralenti au premier trimestre, avec un repli de 1,5% des ventes de détail en termes réels par rapport au trimestre précédent. Nous pensons que l'économie britannique a atteint le point de non-retour, et que les coûts du Brexit vont commencer à peser sur l'activité. Le plus important concerne les ménages et les entreprises, qui devraient être plus réticents à consommer et à investir à l'avenir. Bien que les secondes doivent encore profiter d'un taux de change très compétitif, elles devraient hésiter à investir dans de nouvelles machines tant que dureront les négociations avec l'UE. Pourtant, une conjoncture mondiale favorable et la politique monétaire accommodante de la Banque d'Angleterre devraient assurer un atterrissage en douceur de l'économie britannique. Nous pensons que la croissance trimestrielle du PIB va marquer le pas à 0,25% en moyenne jusqu'à fin 2018, soit à peu près moitié moins que ces trois dernières années. Theresa May a donc de bonnes raisons de convoquer des élections anticipées pour juin : non seulement l'opposition est faible, mais la position dans le cycle économique plaide pour des élections anticipées qui permettront de gagner du temps pour assurer au Royaume-Uni une sortie en bonne et due forme de l'UE.

Inflation

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 2,6% | 2017 : 2,6% |
| 2018 : 2,3% | 2018 : 2,7% |

L'inflation semble vouée à passer de 2,3% actuellement à 3,0% jusqu'en octobre, pour dépasser 2% en 2018. Les conséquences du renchérissement des importations sur les prix à la consommation apparaissent mais, du fait du ralentissement de la croissance de leurs résultats, le pouvoir de fixation des prix des distributeurs reste faible. Depuis l'annonce des élections anticipées, le taux de change effectif de la livre s'est redressé, ce qui limite les risques de hausse supplémentaire des prix des importations dans un avenir proche.

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

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou exploité les recommandations issues de la recherche avant leur publication. Bien que le contenu du présent document soit basé sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être fournie quant à sa pertinence et son exhaustivité. Le présent document contient des prévisions fondées sur nos opinions, suppositions et projections actuelles. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les résultats effectifs sur les marchés peuvent fortement différer de ceux anticipés dans nos prévisions. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à info@sl-am.com. Pour de plus amples informations, visitez également notre site Internet à l'adresse suivante : www.swisslife-am.com**

Suisse – Que peut-on attendre du premier trimestre ?

Croissance du PIB

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 1,2% | 2017 : 1,5% |
| 2018 : 1,6% | 2018 : 1,7% |

L'activité économique était quasiment à l'arrêt au second semestre 2016. Tout en attendant une reprise cette année, nous ne partageons pas la vision répandue selon laquelle les chiffres médiocres du dernier trimestre 2016 seraient largement compensés par ceux du premier trimestre 2017, publiés le 1er juin. Les prévisionnistes les plus optimistes anticipent pour la Suisse un indice des directeurs d'achat (PMI) de très bonne tenue depuis le début de l'année, ainsi qu'une légère accélération de la dynamique des exportations. Pourtant, contrairement à la zone euro ou au Royaume-Uni, l'indice PMI ne constitue pas un indicateur fiable de la croissance du PIB pour le trimestre en cours. Notre estimation plus prudente repose toujours sur l'observation d'une activité domestique relativement ralentie au vu des dynamiques économiques mondiales. Malgré un sentiment économique très positif, le taux de chômage se maintient à 3,3% depuis octobre 2015. Les nouvelles immatriculations d'automobiles et les ventes de détail ont augmenté de respectivement 1,5% et 0,4% au premier trimestre 2017, des chiffres que nous jugeons conformes à nos projections et qui ne justifient pas de révision en hausse des estimations. Comme souvent, l'inconnue pour estimer correctement la croissance effective du PIB réside dans le chiffre d'affaires des négociants en matières premières, difficile à évaluer avant l'annonce des chiffres officiels.

Inflation

| <i>Swiss Life Asset Managers</i> | <i>Consensus</i> |
|----------------------------------|------------------|
| 2017 : 0,6% | 2017 : 0,5% |
| 2018 : 0,4% | 2018 : 0,7% |

Les prix de l'énergie tendent vers le bas, avec une baisse des tarifs du fioul de 14% depuis le début de l'année. Entre-temps, deux autres facteurs font contrepoids : les questions politiques en France et au Royaume-Uni ont affaibli le franc suisse. Si cette tendance perdure, les prix à l'importation se stabiliseront dans les prochains mois. Nous intégrons aussi une hausse des prix des fruits et légumes frais imputable à des conditions météorologiques défavorables durant la deuxième quinzaine d'avril, qui auraient anéanti une grande part de la production de fruits à noyau pour cette année.