

### Prévisions (entre parenthèses prévisions du mois dernier si révisées)

	PIB 2016		PIB 2017		PIB 2016		PIB 2017	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
<b>Etats-Unis</b>	1,4% (1,8%)	1,5% (1,9%)	1,8% (1,9%)	2,3% (2,2%)	1,2%	1,2% (1,3%)	2,1% (2,2%)	2,3%
<b>Zone euro</b>	1,5%	1,5%	0,9%	1,2% (1,3%)	0,3%	0,2% (0,3%)	1,6%	1,3%
<b>Japon</b>	0,5% (0,6%)	0,5%	0,9% (1,0%)	0,8%	-0,2%	-0,1%	0,2%	0,6%
<b>Royaume-Uni</b>	1,6% (1,4%)	1,6%	0,4%	0,6% (0,7%)	0,8%	0,7%	2,6%	2,4%
<b>Suisse</b>	0,8%	1,0%	0,9%	1,4% (1,3%)	-0,3% (-0,4%)	-0,4% (-0,5%)	0,3%	0,2% (0,3%)

Source relative aux estimations du consensus : Consensus Economics Inc. London, 8 août 2016

<b>Consensus Economics</b> <b>Forecast Accuracy</b> <b>Award Winner</b> <b>2015 Switzerland</b>	En juin 2016, Consensus Economics, l'un des leaders mondiaux en matière d'analyses économiques, a annoncé les noms des gagnants du « Forecast Accuracy Award (FAA) » 2015. Pour la Suisse, le prix est attribué cette année à l'équipe de recherche économique de Swiss Life Asset Managers. Cliquez <a href="#">ici</a> pour plus d'information.
--	---

### Etats-Unis – Face à une « nouvelle » énigme

#### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 1,4%	2016 : 1,5%
2017 : 1,8%	2017 : 2,3%

Nous avons constaté une croissance décevante du PIB pendant trois trimestres consécutifs. La croissance réelle au second trimestre – compte tenu du redressement de la consommation aux Etats-Unis – laissait entrevoir de belles perspectives. Si cette pièce du puzzle économique s'est parfaitement mise en place, les autres composantes ne sont pas parvenues – dans une large mesure – à soutenir la dynamique de croissance dans son ensemble. La croissance trimestrielle de 1,2% était inférieure de moitié à celle que nous avons escomptée, nous conduisant à réviser nos propres projections de croissance pour 2016. La consommation des ménages a contribué à hauteur de 2,4 points de pourcentage à la croissance, contrairement à toutes les autres composantes qui l'ont grevée de 1,2 point de pourcentage. Nous maintenons nos prévisions déjà prudentes. Du fait d'une forte croissance de l'emploi au second trimestre, la productivité du travail – à savoir le rapport entre quantité produite et moyens mis en œuvre pour l'obtenir – déjà historiquement faible, a encore plongé. Ce n'est que le revers de la médaille de la forte reprise du marché de l'emploi observée depuis 2009. La production n'a pu évoluer au même rythme que la création d'emplois. Les investissements des entreprises font cruellement défaut, or c'est cette composante qui dynamise habituellement les taux de croissance au début du cycle économique et qui est la clé pour une hausse de la productivité et de la croissance tendancielle à l'avenir. Comme c'est le cas dans d'autres économies développées, les Etats-Unis semblent être entrés dans une phase de « nouvelle normalisation » caractérisée par un faible potentiel de croissance, une productivité modérée, une inflation modeste et des taux bas. Les responsables des banques

centrales internationales sont confrontés à cette énigme de la productivité, à savoir ce ralentissement durable de la croissance de la productivité. Une évolution démographique défavorable, c'est-à-dire la faible croissance de la population, conjuguée à une pénurie d'avancées technologiques, ne rompent pas le sortilège. Point plus positif, la situation du ménage américain moyen semble s'améliorer de plus en plus. Le plein emploi, des hausses de salaires, une plus grande richesse, la baisse du taux d'épargne et des taux bas, sont autant de facteurs qui soutiennent les dépenses des ménages. De même, et toujours sur une note plus optimiste, le fait que la variation des stocks ait réduit la croissance du PIB pendant cinq trimestres consécutifs devrait être de bon augure pour la reconstitution des stocks à l'avenir, d'autant que la demande intérieure de produits est soutenue. Nous n'avons pas jusqu'ici intégré dans nos prévisions la contribution positive à la croissance de ce gonflement des stocks au second semestre, une approche qui pourrait s'avérer bien trop prudente.

#### Inflation

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

Depuis début août, le cours du pétrole brut a progressé de près de 19%. Cette évolution est à l'opposé de celle observée en juillet, lorsque les cours de l'énergie ont pesé sur la variation mensuelle du taux d'inflation. Cette évolution en V des cours de l'énergie se reflète dans le profil mensuel, sans toutefois impacter nos prévisions d'inflation globale pour 2016. Dans un contexte de plein emploi, nous tablons sur une hausse de la croissance des salaires qui viendra soutenir la dynamique des prix l'année prochaine. Mais les marchés ne souscrivent pas pour l'heure à ce scénario. Les prévisions inflationnistes tablent encore sur des niveaux très bas.

## Zone euro – Dans l'attente de données chiffrées

### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 1,5%	2016 : 1,5%
2017 : 0,9%	2017 : 1,2%

La croissance du PIB s'est établie à 0,3% au second trimestre, soit à 1,2% en rythme annuel. Cette croissance est certes modérée, mais supérieure à son potentiel de seulement 0,9% pour l'heure. A l'instar du consensus, nous avons anticipé ce ralentissement contrastant avec la vigueur du premier trimestre et son taux de croissance de 0,6% et avec la bonne tenue de l'année 2015. Le pic de la récente reprise a déjà été atteint dans la zone euro. Le cycle est toutefois encore loin d'être achevé. Nous avons ajusté notre trajectoire de croissance après le vote en faveur du Brexit. Nous avons légèrement réduit nos prévisions de croissance trimestrielle à 0,3% pour le troisième trimestre et à 0,2% pour le quatrième trimestre. Par ailleurs, nous avons réduit nos projections de croissance de 0,3% à 0,2% pour tous les trimestres 2017. Le vote en faveur du Brexit a, à ce stade, entraîné des réactions moins sévères que nous ne l'escomptions. Bien qu'il soit encore difficile d'en évaluer l'impact sur l'économie de la zone euro, nous savons que cette période d'incertitudes élevées sera longue. Aucune donnée chiffrée concernant la période post-Brexit n'a encore été publiée. Nous n'avons pas dès lors modifié notre scénario de croissance. On observe toutefois des risques haussiers. L'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier donne une première indication de l'activité au troisième trimestre. En juillet, il s'établissait à 52 points, soit la moyenne du second trimestre. Cet indicateur de confiance du secteur industriel publié par la Commission européenne a effectivement enregistré une légère embellie, contrastant toutefois avec le baromètre de confiance des consommateurs, quant à lui en léger repli. En juillet, l'indice PMI et le baromètre de confiance du secteur des services de la Commission européenne sont demeurés quasiment inchangés par rapport au mois de juin.

### Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 0,3%	2016 : 0,2%
2017 : 1,6%	2017 : 1,3%

Les soldes d'été, et dans une moindre mesure, le fléchissement des prix de l'énergie, se sont traduits par un recul du taux d'inflation mensuel à -0,6% en juillet. L'inflation annuelle s'est établie à 0,2%. D'après nos projections, l'inflation annuelle devrait augmenter et dépasser légèrement la barre des 1% jusqu'en décembre en raison de l'effet de base des cours de l'énergie. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, reste à un niveau de 0,9%.

## Japon – Croissance soutenue par la demande intérieure

### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 0,5%	2016 : 0,5%
2017 : 0,9%	2017 : 0,8%

Les derniers chiffres du PIB publiés pour le second trimestre laissent encore davantage entrevoir le lancement imminent d'une enveloppe de mesures monétaires et budgétaires propres à stimuler la croissance et provoquer des pressions inflationnistes. La Banque du Japon devrait publier une analyse exhaustive des conditions économiques à la mi-septembre. Après avoir affiché une progression relativement forte au premier trimestre de cette année, le PIB a stagné au second trimestre et nous a conduits à réviser à la baisse nos projections pour l'ensemble de l'année. La demande intérieure a constitué le seul moteur de la croissance, l'activité à l'étranger ayant souffert de la poursuite de l'appréciation du yen. Par ailleurs, les exportations nippones ont particulièrement fléchi au début du troisième trimestre : elles ont, en effet, enregistré le recul le plus rapide depuis 2009, cédant 14% en juillet par rapport au même mois l'année dernière. Mais le repli des importations s'étant avéré encore plus prononcé, la balance commerciale est revenue en territoire positif depuis le début de l'année. Le marché du travail demeure un facteur de soutien essentiel de la consommation des ménages. Non seulement le taux de chômage a continué de baisser, mais le rythme des créations d'emplois demeure élevé, alors que le taux d'activité progresse depuis 2013, principalement en raison de la participation accrue des effectifs féminins. Ainsi, les revenus du travail ont dans l'ensemble augmenté. Une hausse des investissements dans le secteur de l'immobilier et des dépenses publiques, qui soutiendrait la croissance du trimestre sous revue, semble se profiler à l'horizon.

### Inflation

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

Au Japon, l'inflation latente demeure très faible et l'appréciation prononcée du yen continue de faire baisser les prix. L'objectif de la banque centrale d'atteindre une inflation globale de 2% semble largement hors de portée ; celle-ci s'est néanmoins engagée à atteindre cet objectif, qui refléterait en effet le lancement imminent de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. D'après notre propre scénario inflationniste, l'économie japonaise devrait demeurer en territoire déflationniste jusqu'au terme de cette année, et n'évoluer ensuite que légèrement au-dessus de zéro au cours de 2017.

## Royaume-Uni – Fort recul après un vigoureux second trimestre

### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 1,6%	2016 : 1,6%
2017 : 0,4%	2017 : 0,6%

Notre scénario tablant sur une récession peu profonde cette année a été quelque peu compromis par la publication des derniers chiffres de ventes au détail nettement plus solides qu'escomptés après le vote en faveur d'une sortie de l'UE. La hausse mensuelle de 1,4% des ventes au détail en juillet a été sensiblement supérieure au 0,1% escompté et est d'autant plus remarquable, que la confiance des ménages était en chute libre après le vote en faveur du Brexit. L'Office des Statistiques soutient que le premier mois de l'été sous un temps chaud a dynamisé les ventes de vêtements et de chaussures, pendant que le nombre accru de touristes profitait d'une livre sterling bon marché pour se rendre au Royaume-Uni et y faire du shopping. Parallèlement, le PIB du second trimestre publié ressortait à 0,6%, supérieur au taux de croissance trimestriel de 0,4% que nous avons intégré dans nos propres projections. Ce seul constat justifie la révision à la hausse des prévisions de PIB pour cette année. En revanche, les données provenant d'études conjoncturelles soulignent une forte détérioration du climat des affaires et de la consommation. Le baromètre d'opinion des directeurs financiers *Deloitte* illustre la réticence accrue des décideurs à s'engager dans des dépenses d'investissement ou à relancer les recrutements dans le contexte actuel. Nous maintenons par conséquent notre opinion sur la dynamique globale de croissance au cours des quatre prochains trimestres, que le terme « stagnation » décrit avec justesse.

### Inflation

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 0,8%	2016 : 0,7%
2017 : 2,6%	2017 : 2,4%

Pour la première fois depuis mai 2012, les prix à l'importation évoluent de nouveau en territoire positif en valeurs annuelles. Cette hausse est largement imputable à la dépréciation notable de la livre sterling, qui avait commencé à fléchir avant même le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE. En juillet, l'effet de base a alimenté les prix des composantes de l'IPC, denrées alimentaires et essence. Le plein effet du Brexit ne se fera sentir qu'au cours des mois à venir. Nos prévisions suggèrent un pic à 3% en mai 2017.

### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, 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 sommes nullement tenus d'actualiser ou de réviser toutes prévisions. 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).

## Suisse – Forte pression sur le commerce de détail

### Croissance du PIB

<i>Swiss Life Asset Managers</i>	<i>Consensus</i>
2016 : 0,8%	2016 : 1,0%
2017 : 0,9%	2017 : 1,4%

Le PIB du second trimestre sera publié le 6 septembre. Nous escomptons une croissance trimestrielle de 0,3%, s'inscrivant entre celle du quatrième trimestre 2015 et celle du premier trimestre. Ne disposant d'aucune donnée chiffrée pour la période post-Brexit, nous n'avons pas modifié notre scénario, qui table sur un taux de croissance trimestriel de 0,2% pour le second semestre. Cette évolution est conforme à la normalisation de l'indice PMI de 54 points au second trimestre à 50,1 points en juillet. Concernant les moteurs de la croissance, notre opinion, que nous avons formulée de longue date, tablant sur un fléchissement de la demande intérieure et le soutien de la reprise au sein de la zone euro, s'est concrétisée. En premier lieu, les ventes au détail ont souffert en raison du tourisme de shopping. La contraction enregistrée en début d'année a été exceptionnellement forte. Au premier semestre, les ventes au détail ont accusé un repli de 2,3% en valeurs réelles, un recul équivalent à celui de 2015 en année pleine. Le niveau du commerce intérieur a actuellement renoué avec celui dernièrement observé en 2012. En valeurs nominales, la correction est même plus importante encore en raison de la répercussion de l'évolution des taux de change et de la déflation. La confiance des consommateurs marque le pas et demeure bien en-deçà de la moyenne à long terme. En second lieu, le redressement du commerce extérieur est impressionnant. La balance commerciale, en CHF, s'est accrue de 21% depuis décembre 2014. Les exportations se sont quant à elles rapidement redressées et renouent avec la tendance haussière observée depuis 2010.

### Inflation

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

Nous relevons légèrement nos prévisions d'inflation pour 2016, car nous avons en effet tablé sur une baisse plus importante de l'indice des prix à la consommation en juillet. Le consensus a fait de même. D'après nos projections, août devrait être le dernier mois avec un taux d'inflation annuelle négatif : ce taux devrait revenir en territoire positif en septembre et se hisser à 0,3% d'ici la fin de cette année.