

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

	PIB 2010				PIB 2011				IPC 2010			IPC 2011			
	SLAM		Consensus		SLAM		Consensus		SLAM		Consensus	SLAM		Consensus	
<b>Etats-unis</b>	2,8%		2,8%	(2,7%)	2,9%	(2,6%)	2,7%	(2,4%)	1,6%	1,6%		1,7%		1,5%	(1,4%)
<b>Zone euro</b>	1,7%		1,7%	(1,6%)	1,5%	(1,4%)	1,5%	(1,4%)	1,6%	1,6%	(1,5%)	2%	(1,9%)	1,6%	
<b>Japon</b>	3,7%	(3,6%)	3,5%	(3%)	1,4%	(1,3%)	1,1%	(1,2%)	-0,7%	-0,8%	(-0,9%)	0,3%	(0,2%)	-0,3%	
<b>Royaume-Uni</b>	1,8%		1,7%		2,2%	(1,7%)	2%		3,2%	3,2%		2,5%		3%	(2,7%)
<b>Suisse</b>	2,6%	(2,8%)	2,6%	(2,7%)	1,3%	(1,2%)	2%	(1,8%)	0,7%	0,7%		0,7%	(0,6%)	0,8%	

#### Etats-Unis – Soutien des mesures fiscales

##### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,9 %	2011 : 2,7 %
2012 : 2,8 %	2012 : n.a.

Le Président Obama et les leaders républicains se sont mis d'accord sur la reconduction des baisses d'impôt sur les revenus personnels, les plus-values sur capital et les dividendes de l'ère Bush pour deux ans, ainsi que sur la prolongation d'un certain nombre d'autres baisses d'impôt et des allocations chômage. Ils ont aussi convenus d'une nouvelle baisse de la taxe sur les salaires. Ces mesures fiscales devraient réduire la pression de la politique budgétaire fédérale sur la croissance en 2011. Alors que la reconduction des baisses d'impôts de l'ère Bush était prévisible, l'exonération temporaire de la taxe sur les salaires constitue un événement significatif, potentiellement favorable, pour l'économie américaine en 2011. Alors que certains aspects de l'accord doivent encore être discutés et que demeurent certaines incertitudes politiques, le coup de pouce au revenu disponible et la confiance des consommateurs renforceront la contribution à la croissance de la consommation personnelle. Nous avons donc relevé notre prévision de PIB pour les quatre prochains trimestres afin de tenir compte des dernières mesures politiques. De même, alors que s'estompe l'incertitude pesant sur la politique fiscale, le secteur des entreprises devrait utiliser ses liquidités et engager des dépenses d'investissement. Nous avons également légèrement relevé ce composant de la croissance pour l'année prochaine. Concernant le secteur immobilier, les dépenses de construction ont progressé de 0,7% en Octobre et le chiffre de Septembre a été revu à la hausse. La progression d'Octobre provient de la hausse des constructions privées résidentielles, qui ont augmenté de 2,5%

par rapport au mois précédent et des dépenses publiques non résidentielles, qui ont gagné 0,4%. Il s'agit du deuxième mois consécutif de hausse des dépenses dans le secteur de la construction résidentielle privée après quatre mois consécutifs de baisse suite à l'expiration du crédit d'impôt pour l'achat d'une maison en Avril. Cette tendance va dans le sens de notre prévision d'une modeste contribution positive de la construction résidentielle à compter de ce trimestre. En revanche, le rapport sur l'emploi de Novembre a été décevant. Les emplois non agricoles ont enregistré une faible hausse tandis que le taux de chômage a augmenté à 9,8%. La morosité du rapport contraste fortement avec plusieurs indicateurs de l'emploi qui ont témoigné d'un renforcement de la dynamique du marché du travail le mois dernier, notamment les indices des directeurs d'achats ISM des secteurs de l'industrie et des services, de même que les données sur le chômage et la confiance des consommateurs.

##### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,7 %	2011 : 1,5 %
2012 : 2 %	2012 : n.a.

Contrairement à ce que semble indiquer la hausse des rendements, le processus de réflation sera lent et graduel. Les composants location de l'IPC sous-jacent représentent pratiquement un tiers du panier de consommation de référence et peuvent donc avoir une incidence sur l'indice. Dans la mesure où ils sont étroitement corrélés à la tendance directionnelle des taux d'hypothèque, la dernière hausse des rendements pourrait influencer les prochains chiffres de l'IPC. Cependant, les entreprises ont peu de marge en matière de tarification et la hausse des données sur l'inflation dépendra principalement des prix des matières premières.

Source relative aux estimations du consensus : Consensus Economics Inc. Londres, 9 Décembre 2010

### Zone euro – Des écarts importants

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,5 %	2011 : 1,5 %
2012 : 1,6 %	2012 : n.a.

Eu égard aux solides données des pays européens centraux, nous avons légèrement relevé nos prévisions de croissance pour le trimestre en cours de même que les prévisions de PIB moyens pour 2011. En revanche, les conditions économiques des pays de la périphérie se sont encore détériorées : la Grèce et l'Irlande ont continué à enregistrer une contraction de leur activité tandis que l'activité en Espagne et au Portugal stagnait. Les mesures de désendettement et d'austérité budgétaire devraient continuer à pénaliser l'activité en périphérie tandis que les pays centraux devraient renouer avec leurs niveaux de PIB d'avant la crise au cours de l'année prochaine. Notre scénario central prévoit un recul graduel de la crise de la dette souveraine. Cette évolution devrait offrir un cadre plus stable aux entreprises disposant de liquidités et les inciter à s'engager dans des projets d'investissement. La hausse continue de la demande mondiale et l'atout que constitue un euro faible nous confortent dans notre optimisme quant aux perspectives des exportations. La hausse de la consommation devrait s'accélérer dans le sillage de l'amélioration des conditions du marché du travail. L'amélioration des perspectives d'emploi s'est traduite par une hausse de l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne qui est désormais supérieur à sa moyenne à 10 ans. Le taux de chômage est proche de son niveau le plus haut et devrait commencer à reculer au début de l'année 2011.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2 %	2011 : 1,6 %
2012 : 1,2 %	2012 : n.a.

Les effets de taux de change passés, conjugués à d'éventuelles hausses des impôts indirects, devraient conduire à une augmentation des taux d'inflation. L'amélioration attendue des conditions du marché du travail, résultant notamment de la forte reprise dans les pays centraux, devrait permettre de limiter les pressions sur les prix au niveau national en 2011. L'inflation globale devrait dépasser le plafond de 2 % en Janvier. Une fois apaisées les tensions sur les marchés financiers, la BCE pourrait durcir le ton en 2011.

### Japon – Vers une sortie de la déflation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,4 %	2011 : 1,1 %
2012 : 1,5 %	2012 : n.a.

Comme l'Allemagne, le Japon a enregistré en 2010 sa plus forte croissance du PIB depuis au moins 20 ans. Ces deux économies ont largement bénéficié de la reprise du commerce mondial. Pour lutter contre la récession, ils ont choisi de soutenir fortement la demande nationale en favorisant l'achat de biens durables respectueux de l'environnement. La récession n'a pas entraîné de hausse massive du chômage : les ménages ont donc eu la possibilité de profiter de ces opportunités. Mais là s'arrêtent les similitudes entre la deuxième économie mondiale et la quatrième en taille : les mesures en faveur du remplacement des biens d'équipement ménagers ont expiré au 3 trimestre au Japon ce qui a provoqué une stagnation, voire une légère baisse au dernier trimestre, de la demande nationale. Alors qu'au Japon, les taux d'intérêt sont historiquement proches de zéro, l'impact de l'assouplissement de la politique monétaire a été moins marqué qu'en Allemagne, où les propriétaires fonciers et les entreprises ont bénéficié de taux d'intérêt extrêmement bas, ce qui a permis de soutenir la croissance. Bien que le yen est arrêté de s'apprécier face au dollar US depuis le sommet du G-20 en Novembre, le taux de change est beaucoup moins favorable pour les exportateurs japonais comparé aux avantages concurrentiels dont jouissent les exportateurs allemands. Le secteur des entreprises bénéficie cependant de conditions favorables, comme la réduction progressive des impôts sur les bénéfices prévue par le gouvernement jusqu'à 2020 et le fait que la déflation semble être arrivée à son terme au cours du dernier trimestre 2010.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,3 %	2011 : -0,3 %
2012 : 0,3 %	2012 : n.a.

Le Japon est en train de sortir de la déflation. En Octobre, l'inflation annuelle du pays est devenue positive pour la première fois depuis Décembre 2008. Dans notre scénario de base, nous estimons que l'impact d'une hausse des prix des matières premières et la dépréciation graduelle du yen devraient permettre d'empêcher l'inflation annuelle de repasser d'ici peu en territoire négatif.

### Royaume-Uni – Le secteur privé reprend confiance

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,2 %	2011 : 2 %
2012 : 1,8 %	2012 : n.a.

Les opposants aux mesures d'assainissement des finances publiques de la Grande-Bretagne estiment qu'il est trop tôt dans le cycle de reprise pour entreprendre des mesures aussi draconiennes comme la suppression de 330 000 emplois dans le secteur public au cours des quatre prochaines années. Nous pensons au contraire que le gouvernement a choisi le bon moment, au vu de l'amélioration des conditions économiques mondiales et de l'activité nationale depuis l'annonce du budget. La dynamique du secteur manufacturier en particulier s'est considérablement accélérée au 4 trimestre, ce qui nous a conduit à relever notre prévision du PIB pour le trimestre en cours à 0,8 % contre 0,5 % précédemment. Le composant emploi de l'indice PMI a atteint son niveau le plus haut depuis la création de l'indice en 1992. La dépréciation de la livre sterling s'est finalement traduite par une hausse des commandes de l'étranger assurant ainsi une contribution significative du commerce net au PIB. Exception faite du préalable d'une dynamique cyclique favorable, l'austérité ne donnera des résultats que si la confiance du secteur privé, qui repose sur l'espoir d'une consolidation des fondements de l'économie, s'améliore. Mis à part la confiance des consommateurs et les prix de l'immobilier, qui constituent des exceptions notables, la plupart des mesures de la confiance du secteur privé se sont améliorées au cours des deux derniers mois. Au nombre de ces indicateurs, citons notamment l'amélioration des enquêtes de confiance auprès des entreprises de même que la réduction des spreads de taux d'intérêt de la dette publique britannique par rapport aux titres allemands.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,5 %	2011 : 3 %
2012 : 1 %	2012 : n.a.

Estimant que les mesures d'austérité ont tendance à avoir un effet désinflationniste, nous tablons sur un retour à la baisse des prix à la consommation à mi-2011.

### Suisse – Pressions inflationnistes sur les 3 prochains trimestres

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,3 %	2011 : 2 %
2012 : 1,6 %	2012 : n.a.

L'économie mondiale entre dans une nouvelle phase que l'on peut définir comme une croissance dans un contexte d'austérité budgétaire. Pour la Suisse, nous ne pensons pas que la politique budgétaire nationale pénalisera de façon significative la croissance. Cette dynamique devrait toutefois ralentir pour différentes raisons. La première est domestique. Alors que la consommation des ménages a enregistré une baisse moins significative que partout ailleurs durant la grande récession, la Suisse ne pourra pas compter sur une demande comprimée aussi importante pour stimuler la croissance future. Deuxièmement, alors que le cycle des stocks mondial est achevé, le soutien substantiel de l'amélioration du commerce aux exportations disparaît au moment où l'appréciation du franc menace la compétitivité des entreprises suisses, notamment dans le tourisme. Les estimations pour évaluer l'impact négatif du taux de change sur les exportations se fondent sur l'expérience vécue entre 1992 et 1995 lorsque l'Allemagne, le principal partenaire commercial, connaissait une phase de stagnation après la réunification. Aujourd'hui, l'Allemagne est en pleine expansion. Nous courrons donc le risque d'une trop grande prudence en termes de contribution du commerce net à la croissance en 2011.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,7 %	2011 : 0,8 %
2012 : 0,5 %	2012 : n.a.

Les prix du mazout sont supérieurs de 5 % à la moyenne des onze premiers mois de l'année. Combiné à l'impact de la hausse des tarifs des transports publics en vigueur ce mois-ci et de la TVA en janvier 2011, la tendance à court terme de l'indice des prix à la consommation est à la hausse. L'inflation annuelle devrait atteindre environ 1 % d'ici le 3 trimestre 2011, avant que la tendance structurelle à la baisse des prix dans le secteur du détail et la stabilisation des prix des matières premières n'atténuent une nouvelle fois les pressions inflationnistes.

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

Swiss Life Asset Management 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@sl-am.com](mailto:info@sl-am.com). Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : [www.sl-am.com](http://www.sl-am.com)**