

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

	PIB 2011				PIB 2012				IPC 2011				IPC 2012			
	SLAM		Consensus		SLAM		Consensus		SLAM		Consensus		SLAM		Consensus	
Etats-Unis	2,9%	(3%)	3,1%	(3,2%)	2,7%		3,3%		2,9%	(2,2%)	2,3%	(1,9%)	1,8%	(2%)	2%	(1,9%)
Zone euro	1,8%		1,7%	(1,6%)	1,6%		1,7%		2,1%	(2,2%)	2,3%	(2%)	1,2%		1,8%	
Japon	n.a.	(1,1%)	1,4%	(1,5%)	n.a.	(1,5%)	2,1%	(2%)	n.a.	(-0,1%)	0,2%	(-0,1%)	n.a.	(0,1%)	0,2%	(0%)
Royaume-Uni	1%	(1,4%)	1,9%		1,8%		2,1%	(2,2%)	3,5%	(3,3%)	3,9%		1%		2,1%	(2%)
Suisse	1,8%	(1,3%)	2,2%	(2%)	1,6%		2%	(2,1%)	0,9%	(0,6%)	1%	(0,9%)	0,5%		1,4%	(1,3%)

#### Etats-Unis – Un ralentissement inévitable ?

##### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,9 %	2011 : 3,1 %
2012 : 2,7 %	2012 : 3,3 %

L'impact de la tragédie japonaise sur l'économie américaine sera faible, étant donné le poids du mécanisme de transmission direct des exportations vers le Japon dans le PIB. Les exportations vers le Japon représentent moins de 5 % du total des exportations, et un déclin des exportations de consommation pourrait être compensé par une hausse des exportations liées aux investissements. Bien que cela dépende encore beaucoup de la menace radioactive pesant sur les zones urbanisées japonaises, la chaîne d'approvisionnement ne devrait pas être perturbée de manière profonde et durable. Les chiffres de l'économie nationale continuent de témoigner d'une dynamique de croissance soutenue qui devrait persister sur le 1<sup>er</sup> semestre 2011. La production industrielle augmente sensiblement et l'amélioration du marché du travail neutralise la perte de pouvoir d'achat à la consommation résultant de la hausse des cours du pétrole. Comme mentionné précédemment, la réduction des cotisations de sécurité sociale constitue un solide coup de pouce aux revenus disponibles des ménages. Elle permet simultanément de rétablir le taux d'épargne tout en soutenant les dépenses de consommation. Mis à part ces flux de revenus, la richesse des ménages s'est améliorée substantiellement après que la destruction des richesses ait été à son paroxysme au 1<sup>er</sup> trimestre 2009. Selon les chiffres publiés par la Fed, la richesse nette des ménages a augmenté de 2 100 milliards \$ au dernier trimestre 2010, dont la plus grande part provient de la hausse des actions, soit 1 800 milliards \$. Depuis que le fond a été touché, la moitié de la perte totale des richesses (environ 17 000 milliards \$) a été regagnée. Dans leur

dernier compte-rendu, les membres du FOMC ont retiré le commentaire sur la réticence des employeurs à recruter ainsi que les 4 freins à la croissance des dépenses des ménages à ce jour : taux de chômage élevé, faible croissance des revenus, appauvrissement du patrimoine immobilier et resserrement du crédit. La récente hausse des cours du pétrole n'a pas encore affecté les enquêtes auprès du secteur manufacturier. Si ce n'était la tragédie japonaise qui assombrit quelque peu les perspectives à court terme, nous aurions dû relever nos prévisions de croissance, mais nous préférons nous abstenir pour le moment. A long terme cependant, l'inévitable rigueur budgétaire pèsera sur la croissance et nous préférons demeurer en dessous du consensus pour 2012. Si la charge de la dette n'est pas maîtrisée, la pression sur les taux d'intérêt à long terme s'accroîtra et les investissements privés fuiront en masse. La croissance s'en trouverait ralentie à long terme... un ralentissement semble donc inévitable.

##### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,9 %	2011 : 2,3 %
2012 : 1,8 %	2012 : 2 %

Dans son dernier compte-rendu, le FOMC durcit le ton. En effet, les composantes connexes du panier du consommateur, l'énergie et l'alimentaire, continuent de soutenir la hausse de l'inflation globale qui a atteint 2,2 % en Février contre 1,7 % en Janvier. Les récentes données nous ont donc conduits à relever nos prévisions, bien que les perspectives à moyen terme demeurent inchangées. La bonne nouvelle est que les contrats à terme sur le pétrole brut indiquent un apaisement des tensions sur les prix. L'inflation sous-jacente, tant pour les services que les biens, a augmenté de 0,2 % ce mois-ci. La variation annuelle demeure modérée à 1,1 % et atteindra 1,6 % au 4<sup>ème</sup> trimestre.

### Zone euro – La crise de la dette en voie de guérison

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,8 %	2011 : 1,7 %
2012 : 1,6 %	2012 : 1,7 %

L'annonce de M. Trichet, président de la BCE, sur l'éventualité d'un relèvement des taux en Avril a surpris les marchés. La force sous-jacente de la reprise de l'ensemble de la zone euro justifie une normalisation des taux directeurs depuis leurs niveaux inhabituellement bas. Même dans les pays de la périphérie, à l'exception de la Grèce, les derniers chiffres révèlent un renforcement de la reprise économique et une hausse modérée des taux devrait pouvoir être assimilée. C'est d'autant plus le cas que le sommet informel de l'Union européenne a abouti à des accords fermes qui devraient alléger les charges des PIGS en difficulté, à l'exception pour l'instant de l'Irlande, qui refuse d'obtempérer aux demandes pressantes de l'Allemagne et de la France de relever son taux d'imposition des sociétés. Le montant et la souplesse du plan de sauvetage ont été renforcés et les dispositifs légaux nationaux devraient intégrer des règles contraignantes visant à limiter les déficits publics - autant de dispositions particulièrement bienvenues susceptibles de soutenir la croissance à long terme. L'EFSF sera autorisé à racheter la dette d'Etat sur le marché primaire si le pays concerné a mis en place un programme d'austérité. L'UE pourra ainsi venir en aide au Portugal, sans que ce pays ait besoin de négocier un plan de sauvetage du FMI/UE important. En principe, il est souhaitable que les pays se distinguent par leur coût du capital dans une région affichant une dispersion importante de la croissance. Cela devrait conduire à une meilleure allocation du capital et donc à un accroissement de la compétitivité à long terme.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,1 %	2011 : 2,3 %
2012 : 1,2 %	2012 : 1,8 %

En Allemagne, les prix à la production s'approchent des niveaux de Juillet 2008, et, à la différence de 2008, nous sommes actuellement dans une phase de reprise du cycle économique. Un ralentissement ne semble donc pas à l'ordre du jour. Les risques d'inflation pour l'ensemble de la région sont un peu plus élevés et la hâte de la BCE à relever ses taux semble indiquer que les importations et les pressions sur les prix à la production pourraient commencer à se répercuter sur les prix à la consommation.

### Japon – Impossible de faire des prévisions actuellement

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : n.a.	2011 : 1,4 %
2012 : n.a.	2012 : 2,1 %

Pour le moment, nous avons suspendu nos prévisions chiffrées de croissance et d'inflation. Il semble impossible de faire des prévisions pertinentes sur les chiffres de l'économie japonaise dix jours après le tremblement de terre, le tsunami et les accidents nucléaires. Les accidents de Fukushima modifient complètement la donne, et il ne nous semble pas pertinent de faire des comparaisons avec le tremblement de terre de Kobe en Janvier 1995 pour évaluer les conséquences économiques au cours des prochains mois. Normalement, la nécessité de reconstruire les infrastructures et les habitations devrait soutenir de manière significative la croissance au cours des deux à trois prochaines années. On ignore pour l'instant si les entreprises et les habitants pourront revenir s'installer dans la région sinistrée. Il est également impossible de prévoir si les niveaux nocifs de radiation atteindront Tokyo. Dans tous les cas, il semble probable que le Japon rompra avec sa politique de dépendance à l'énergie nucléaire. La reconstruction des zones dévastées et la conversion énergétique du pays se feront au prix fort. Une hausse de dette publique japonaise semble inévitable. Bien que nous nous estimions incapables de quantifier les conséquences économiques sur l'économie japonaise, nous pensons qu'il est possible de porter un jugement qualitatif sur les secteurs qui soutiendront ou pèseront sur la croissance. Les dépenses publiques, les dépenses d'équipement et la construction devraient soutenir significativement la croissance du PIB. Les dépenses de consommation non indispensables pour les produits de luxe et les services seront probablement un frein à la croissance dans un proche avenir.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : n.a.	2011 : 0,2 %
2012 : n.a.	2012 : 0,2 %

Une hausse éventuelle de la taxe à la consommation japonaise de 5 % afin d'aider la reconstruction conduirait à une hausse sensible, quoique temporaire, de l'inflation annuelle. D'un autre côté, les modifications apportées en Août au panier de l'indice des prix à la consommation pourraient entraîner une baisse de l'inflation sous-jacente de 0,6 %.



### Royaume-Uni – Moins de financement, à moindre coût

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1 %	2011 : 1,9 %
2012 : 1,8 %	2012 : 2,1 %

Les secondes estimations du PIB pour le 4 trimestre 2010 ont révélé un recul plus important que les premières, de 0,6 % contre 0,5 % précédemment. Les chiffres disponibles pour le 1<sup>er</sup> trimestre témoignent d'une reprise après le statu quo des dernières semaines 2010, dû au mauvais temps. La construction repart à la hausse selon le PMI du secteur. Plus généralement, les perspectives de l'économie nationale ne sont cependant que modérément favorables. Les revenus disponibles réels ont baissé, la croissance du salaire nominal restant en deçà de l'inflation actuelle de 2 %. La marché du logement, où les prix ont au mieux arrêté de baisser, n'a pas eu d'effet de richesse positif. Contrairement aux Etats-Unis, le marché du crédit demeure atone et l'austérité budgétaire prévaudra dans les années à venir. En termes d'assainissement des finances publiques, les progrès ont été considérables. Les chiffres sont en hausse jusqu'à Janvier 2011, ce qui laisse penser que l'emprunt public net pour l'exercice fiscal clôturé en Mars sera inférieur de 13 % aux prévisions budgétaires. Le différentiel de taux calculé sur les rendements des obligations allemandes que doit payer le Royaume-Uni sur sa nouvelle dette s'est sensiblement resserré. Les investisseurs apprécient sans aucun doute les résultats obtenus par le gouvernement depuis la formation de la coalition. Quant à savoir si les électeurs ont le même sentiment, rien n'est moins sûr au regard des nouvelles concernant la croissance et les conditions du marché de l'emploi.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 3,5 %	2011 : 3,9 %
2012 : 1 %	2012 : 2,1 %

Comme partout ailleurs, la récente hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie devrait entretenir la hausse des taux d'inflation globale mensuels de Février et Mars. En raison des mesures d'austérité, les paramètres nationaux entrant dans nos prévisions d'inflation possèdent un fort potentiel de désinflation.

#### 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)**

### Suisse – Chiffres de 2010 indiquent une forte croissance

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,8 %	2011 : 2,2 %
2012 : 1,6 %	2012 : 2 %

La croissance du PIB a atteint 0,9 % au dernier trimestre 2010. Combiné aux révisions des trimestres antérieurs, le taux de croissance annuel moyen de 2010 s'est élevé à 2,6 %. A l'instar des révisions de la BNS et du Secrétariat d'Etat aux Affaires économiques, la base meilleure que prévu héritée de 2010 nous a conduits à relever nos prévisions de croissance du PIB pour 2011 de 0,5 %. En raison de l'effet de base, la croissance annuelle moyenne devrait atteindre 1 %, même en cas fortuit de stagnation sur toute l'année 2011. Plusieurs secteurs s'essoufflent. Le tourisme continue de souffrir de l'appréciation du franc suisse en 2010. Les réservations d'hôtels par les non-résidents ont baissé au dernier trimestre 2010 et cette tendance se poursuit en ce début d'année. Ajustées des facteurs saisonniers, les réservations de personnes étrangères, qui représentent 55 % des nuitées, ont reculé de 3 % par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre 2010. Les ventes au détail et les nouvelles immatriculations d'automobiles ont connu un démarrage en demi-teinte. La construction semble entrer dans une phase de ralentissement de la croissance. Selon une organisation professionnelle, les travaux prévus sont actuellement inférieurs de 3 % aux niveaux du 2<sup>ème</sup> trimestre 2010. Alors que l'investissement résidentiel privé reste supérieur au taux tendanciel, les entreprises de construction annoncent un tassement des commandes du secteur public.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,9 %	2011 : 1 %
2012 : 0,5 %	2012 : 1,4 %

Les dernières prévisions de la BNS indiquent une hausse de l'inflation annuelle sur les prochains trimestres. Sous réserve d'une fourchette cible du LIBOR inchangée, la banque centrale estime que l'inflation dépassera 2 % à mi-2013. Nous pensons que la politique monétaire va se durcir et tablons donc sur un apaisement des pressions inflationnistes, une fois les prix des matières premières stabilisés.