

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

Etats-Unis – Entrée dans une phase d'austérité

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,6 %	2011 : 2,9 %
2012 : 2,7 %	2012 : 3,3 %

Le rétablissement du marché du travail, tant attendu, semble désormais en bonne voie. Le nombre de demandes initiales d'allocations chômage a non seulement continué de se rapprocher des niveaux moyens à long terme en dessous des 400 000, mais le dernier rapport sur l'emploi atteste d'une création d'emplois relativement importante. La baisse régulière du taux de chômage devrait continuer de soutenir la confiance des consommateurs, qui s'est érodée ces derniers mois sous l'effet de l'augmentation des coûts du secteur énergétique et de l'instabilité des marchés financiers. Concernant la dynamique du marché du travail, la rémunération moyenne a peu progressé, le taux de chômage encore élevé ayant nui aux revendications salariales. Néanmoins, les salaires cumulés qui représentent 60 % des revenus des personnes physiques ont bénéficié de la hausse des heures travaillées et de la base d'emplois. La croissance des salaires va devoir repartir afin de compenser l'austérité budgétaire qui s'annonce et qui grèvera le budget des ménages cette année - et pourrait même conduire à des hausses d'impôts en 2012. Bien que les enquêtes ISM, la croissance de la production industrielle et des emplois, ainsi que le taux de chômage aient été bien orientés, les préoccupations entourant la croissance se sont ravivées, ce que reflète la révision à la baisse de nos prévisions et celles du consensus. Ces révisions à la baisse du PIB du 1^{er} trimestre s'expliquent par des chiffres décevants concernant les dépenses réelles de consommation qui augmentent à un rythme plus faible que prévu et par un accroissement du déficit commercial. Malgré une croissance rapide du revenu disponible nominal au 1^{er} trimestre, la hausse

de l'inflation globale a en grande partie neutralisé cette croissance en termes réels. L'essoufflement de la dynamique de croissance conjugué à une accélération de l'inflation globale et des prévisions de hausse de l'inflation place la Fed face à un difficile dilemme. Dans son dernier projet de budget, le Président Obama propose de réduire le déficit de 4 000 milliards de dollars sur 12 ans, ce qui constituerait le plus important programme d'austérité budgétaire de toute une génération. Si les projections d'inflation se stabilisent, voire augmentent, la Fed pourrait alors adopter une approche prudente à plus long terme en couplant les mesures d'austérité budgétaire déjà prévues à des mesures de resserrement monétaire.

Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 3 %	2011 : 2,7 %
2012 : 1,8 %	2012 : 2,1 %

D'aucuns estiment qu'un endettement public élevé favorise l'inflation. Selon nous, les mesures d'austérité budgétaire se traduisent par des pressions désinflationnistes. Ce thème sera au coeur des débats aux Etats-Unis l'année prochaine au moins. Les derniers chiffres sur l'IPC ont été en grande partie influencés par la forte hausse des prix de l'énergie, alors que l'inflation sous-jacente est demeurée modérée. Les pressions sur les prix de l'inflation des denrées alimentaires, qui ont progressé de 0,8 % en Mars par rapport aux mois précédents, sont relativement importantes et devraient rester fortes pendant quelque temps, car elles sont sensibles aux augmentations des prix de l'énergie. Après un plus haut en Juin, l'inflation globale devrait décliner en 2012. Nous estimons que le pétrole brut devrait atteindre 170 USD pour que cette composante ait un impact marqué sur le chiffre de Mars 2012. Un tel effet de base semble impossible.

Zone euro – Une UME a deux vitesses

Croissance du PIB

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

Bien que la croissance semble devoir rester relativement peu uniforme, les principaux pays seront suffisamment forts pour neutraliser la faiblesse des pays de la périphérie. La mise en place de mesures d'austérité budgétaire et la restructuration de certains pays fortement endettés continueront d'obérer la performance globale durant plusieurs années. Alors que les PMI ont commencé à se tasser dans le secteur manufacturier, le haut niveau de confiance des entreprises perdure et devrait soutenir les dépenses d'investissement, qui n'ont pas réellement décollé au cours de ce cycle. Alors que l'utilisation des capacités s'intensifie, les dépenses d'équipement devraient prendre le relais des investissements de remplacement afin d'accroître les capacités existantes. La solidité des bilans et des carnets de commandes bien remplis devraient permettre aux entreprises de ne pas se ressentir des effets du lancement du cycle de hausse des taux et des prix élevés de l'énergie. En outre, l'amélioration des conditions du marché du travail dans les principaux pays et le niveau soutenu des exportations devraient encore renforcer la demande nationale. En France, où la récession a été moins marquée en raison d'une solide demande intérieure, le tassement des salaires dans le secteur public et de légères augmentations d'impôt maintiendront la consommation des ménages sous les taux de croissance d'avant la crise.

Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,6 %	2011 : 2,4 %
2012 : 1,3 %	2012 : 1,8 %

Conformément à ce qu'elle avait annoncé, la BCE s'est engagée dans un cycle de hausse des taux avant toutes les autres banques centrales. Tirée par l'envolée des prix des matières premières, l'inflation globale a largement dépassé le taux cible de la BCE. Outre les prix des matières premières, la contagion des taux de change passés et les éventuelles futures hausses des impôts indirects constituent les principaux risques pesant sur les prévisions d'inflation. Malgré un retour en force des revendications syndicales, les salaires ne devraient pas progresser de manière significative.

Japon – Premières révisions après le séisme

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : n.a.	2011 : 0,3 %
2012 : n.a.	2012 : 2,7 %

Le mois dernier, nous avons renoncé à évaluer l'impact du séisme sur la croissance du PIB et sur l'inflation, estimant qu'il était trop tôt pour se prononcer. Les dernières prévisions du consensus ont montré que certains analystes avaient abaissé leurs hypothèses pour 2011, de 1,4 % à 0,3 %, alors que les estimations pour 2012 avaient été relevées de 2,1 % à 2,7 % avant la catastrophe. Ces modifications directionnelles sont pertinentes, dans la mesure où les efforts de reconstruction et les investissements potentiels dans les infrastructures et les technologies devraient soutenir l'activité à moyen terme. Le gouvernement et la banque centrale ont d'ores et déjà affirmé leur volonté de financer ces efforts. Nous estimons cependant qu'il est encore trop tôt pour établir des hypothèses chiffrées sur la croissance à court terme. Jusqu'à présent, nous disposons de peu de données sur la période d'après séisme et tsunami. Les chiffres réels de l'économie pour la période antérieure au 11 Mars confirment notre opinion de l'époque selon laquelle l'économie était en phase de croissance en début d'année. En Février, pour le quatrième mois consécutif, la croissance de la production industrielle a progressé - de plus de 1 %. Cette dynamique est désormais certainement brisée. Les enquêtes menées après le séisme témoignent d'un changement radical de l'état d'esprit. Le PMI manufacturier du Japon a chuté de 6,5 points en dessous du seuil des 50, attestant d'une contraction de l'activité dans ce secteur. Le pessimisme prévaut également chez les investisseurs. Le marché des actions japonais est clairement à la traîne comparé aux autres marchés mondiaux. Il en a été de même au cours des jours de forte volatilité qui ont suivi le tremblement de terre. Jusqu'ici, en Avril, le marché des actions japonais a nettement sous-performé les autres marchés régionaux.

Inflation

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

Comparées au mois dernier, les prévisions d'inflation du consensus sont inchangées. Les prochaines révisions devraient intégrer la hausse des prix de l'énergie et des importations ainsi que les effets déflationnistes d'une demande plus faible que prévu.

Royaume-Uni – Risque d'inflation limité à l'avenir

Croissance du PIB

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

Avant la publication du PIB du 1^{er} trimestre, le niveau d'incertitude semble extrêmement élevé. Le Bureau de la responsabilité budgétaire table sur un fort rebond, suite à la contraction due aux conditions climatiques sur le dernier trimestre 2010, et sur une croissance du PIB de 0,8 %. Les enquêtes sur les PMI des secteurs manufacturiers, des services et de la construction confortent l'optimisme de ces prévisions. Cependant, les chiffres concernant la consommation des ménages sont décevants et incitent à davantage de prudence. Notre profil de croissance jusqu'en 2012 s'appuie sur l'hypothèse d'une progression du PIB réel de 0,4 % sur les 3 premiers mois de 2011. Le plan visant à résorber le déficit budgétaire d'ici 2015 prévoit que les plus importantes réductions de dépenses se concentreront entre aujourd'hui et Mars 2012. Nous pensons donc qu'il est préférable de maintenir nos prévisions de croissance en dessous du consensus.

Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 3.7%	2011 : 4.1%
2012 : 1.1%	2012 : 2.2%

Dernièrement, l'inflation a augmenté à la surprise générale. Ce ne fut pas le cas en Mars. L'inflation annuelle est retombée à 4 % au lieu des 4,4 % escomptés. Les magasins ont baissé les prix de l'alimentaire, la hausse des prix de l'énergie et la faible croissance des salaires ayant érodé les revenus disponibles des ménages. L'inflation au Royaume-Uni devrait s'orienter à la baisse d'ici la fin 2012, du fait des effets désinflationnistes de l'austérité. Lors de son programme de réduction des coûts entre 1998 et 2005, l'inflation moyenne au Canada s'était établie à 2,1 %, contre 3,6 % depuis 1945. Entre 1988 et 1994, période d'austérité, l'inflation en Irlande avait reculé à 3,1 %, bien en dessous de sa moyenne à long terme de 4,7 %. Au vu des nouvelles hausses des prix de l'énergie et des droits d'accise sur l'alcool et le tabac, confirmées le mois dernier, nos prévisions d'inflation pourraient être sous-estimées.

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. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.sl-am.com**

Suisse – Le secteur du tourisme en difficulté

GDP Growth

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 1,8 %	2011 : 2,4 %
2012 : 1,6 %	2012 : 2 %

Parmi les 14 institutions participant à l'enquête du consensus ce mois-ci, nos prévisions de croissance sont les plus prudentes. Lorsque l'appréciation du franc suisse s'était accélérée en milieu d'année 2010, nous avons souligné la portée de cet événement sur la dynamique des échanges nets. Corrigées des variations saisonnières, les réservations d'hôtels de personnes étrangères ont baissé de 6 % par rapport au dernier trimestre 2010, alors que le nombre de nuits des résidents suisses passées dans les hôtels a reculé de 3 %. Les économistes plus optimistes quant à la dynamique de croissance actuelle, identifient trois facteurs susceptibles de préserver l'économie des effets de la devise. Premier et deuxième facteurs : la croissance en Allemagne et l'importance des nouveaux marchés tels que la Chine ou l'Inde. Troisième facteur : depuis les années 90, le portefeuille des exportations suisse a évolué pour se spécialiser dans les services et les biens. Les statistiques concernant l'hôtellerie contredisent les deux premiers arguments. Par rapport au 4^{ème} trimestre 2010, les réservations de ressortissants allemands, indiens et chinois ont chuté respectivement de 6 %, 15 % et 14 %. L'expérience d'un secteur donné montre que la croissance des fournisseurs dont les produits sont plus difficiles à remplacer à court terme devrait ralentir au cours des prochains trimestres.

Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,8 %	2011 : 0,9 %
2012 : 0,5 %	2012 : 1,4 %

A première vue, l'inflation semble être passée de 0,5 % à 1.0% en Mars. Une nouvelle méthodologie de collecte des données sur les prix a faussé les chiffres de l'inflation pour certains mois. Jusqu'en 2010, la sortie des nouvelles collections dans l'habillement se traduisait par une hausse de l'IPC en Avril et Octobre. Cet effet a disparu, les prix de l'habillement et des chaussures étant désormais collectés mensuellement et non plus 6 fois par an. A court terme, l'inflation devrait reculer à 0,4 % en Avril.