

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

#### Etats-Unis – Encore un été morose

##### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,6 %	2011 : 2,5 %
2012 : 2,8 %	2012 : 3,1 %

Les craintes concernant la croissance sont réapparues ces dernières semaines. Une série de chiffres décevants, notamment pour le secteur manufacturier, a immédiatement entraîné la révision à la baisse des chiffres sur la croissance pour le trimestre en cours. Non seulement les indices ISM ont baissé de 6,9 points de pourcentage à 53,5 points, un niveau encore élevé, mais les enquêtes régionales, comme l'Empire Index et le Philly Fed Index, donnent à penser que les données économiques pourraient demeurer déprimées en Juin. Les ruptures d'approvisionnement japonaises ne peuvent à elles seules expliquer la morosité des enquêtes, dans la mesure où la production automobile représente une faible part de l'activité industrielle des secteurs couverts par les enquêtes Empire et Philly Fed. Les fabricants doivent manifestement encore digérer les importantes hausses des prix de l'énergie de ces derniers trimestres qui représentent une part importante des coûts de production, compriment la demande actuelle des consommateurs et assombrissent les perspectives de ventes. En outre, les ventes de détail ont été plutôt déprimées en Mai en raison du plus fort recul des ventes automobiles enregistré depuis plus d'un an – une réaction normale face à la hausse des prix de l'essence. D'un point de vue structurel, le fait que les consommateurs poursuivent leurs efforts de réduction de leur dette selon les derniers chiffres de la Fed constitue un élément encourageant. Le processus de désendettement permet aux ménages d'assainir leur bilan et renforce leur pouvoir d'achat à terme. Dans ce contexte, c'est de nouveau le marché du travail qui focalisera l'attention une fois sortis de cette phase maussade. Par ailleurs, le marché de l'immobilier revient au centre des

préoccupations. Le volume des ventes de biens saisis a un impact significatif sur le prix de l'immobilier en général. La perte de valeur de ces habitations a provoqué la baisse des prix immobiliers ces dernières années. Compte tenu du nombre de crédits hypothécaires en souffrance et de saisies, cette tendance devrait se poursuivre. D'aucuns pourraient faire valoir que le marché immobilier est un frein à la mobilité des ménages et de la main d'œuvre et conduit à une interdépendance malsaine des marchés du travail et de l'immobilier. La bonne nouvelle étant cependant que, à l'exception des ventes de biens saisis, les prix des logements existants ont augmenté sur chacun des quatre premiers mois de l'année. Certaines données montrent des signes d'amélioration qui incitent à l'optimisme : hors secteur automobile, la production industrielle a progressé à un taux encourageant de 0,6 % en Mai ; le nombre de demandeurs d'emploi a reculé ; les exportations ont sensiblement augmenté, et la faiblesse du dollar devrait soutenir cette tendance ; les prix des matières premières sont en baisse et l'activité de construction immobilière s'est révélée plus soutenue que prévu en Mai.

##### Inflation

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

Malgré une baisse des prix de l'énergie, l'inflation globale s'est inscrite en hausse en Mai atteignant un taux inattendu de 3,4 %, très proche du pic qu'elle devrait atteindre le mois prochain selon nos prévisions. Cette hausse-surprise concerne essentiellement les principales composantes, avec notamment une hausse de l'habillement, des véhicules et plus particulièrement du logement hors du domicile. La hausse de ces composantes volatiles ne modifie en rien notre prévision d'un recul des statistiques sur l'inflation sur le reste de l'année.

Source relative aux estimations du consensus Consensus Economics Inc. Londres, 13 Juin 2011

### Zone euro – Le malaise grec

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,4 %	2011 : 2 %
2012 : 1,8 %	2012 : 1,7 %

Alors que la crise grecque continue, notre principale hypothèse est que la région va continuer de résister, éviter une crise financière et empêcher une aggravation des tensions. Pour ce qui est des autres économies, le PMI régional témoigne d'un ralentissement de la croissance sous-jacente après la forte croissance enregistrée le trimestre dernier ; ce ralentissement est toutefois dû en grande partie à des facteurs mondiaux. Si la dynamique de croissance a profité d'un regain d'activité dans le secteur de la construction, ce trimestre et le suivant ne bénéficieront pas de ces retombées positives. S'efforçant toujours de digérer les hausses de prix passées de l'énergie et, dans certains pays, le lent redressement du marché du travail, les dépenses de consommation contribueront à soutenir la dynamique de croissance globale, sans pour autant jouer un rôle moteur majeur. Comme nous l'avons déjà signalé, les mesures d'assainissement des finances publiques prises par nombre de pays membres se traduisent par une baisse des dépenses et des recrutements de l'Etat à moyen et long termes et devraient permettre de renouer avec la croissance, mais la dynamique va s'essouffler sur les six prochains trimestres au moins. Le profil de croissance devrait toutefois demeurer hétérogène, les principaux pays donnant l'impulsion tandis que les mesures de désendettement et de restrictions budgétaires maintiendront la croissance à un rythme modéré dans la périphérie.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 2,4 %	2011 : 2,6 %
2012 : 1,2 %	2012 : 1,9 %

L'inflation globale devrait se maintenir aux niveaux actuels autour de 2,8 % jusqu'en Juillet, puis repasser sous la barre du taux cible de 2 % de la BCE au cours de l'automne et fluctuer à des niveaux nettement inférieurs au taux cible en 2012. Les perspectives pourraient être légèrement sous-estimées dans la mesure où les prix de l'énergie présentent des risques des deux côtés, tandis que les effets du taux de change dus à la dépréciation de l'euro et les éventuelles hausses des taxes indirectes pourraient entraîner une hausse de l'inflation plus forte que celle prévue dans notre scénario.

### Japon – Signes avant-coureurs d'une reprise de la production

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : -1,1 %	2011 : -0,7 %
2012 : 2,7 %	2012 : 3,2 %

Le rapide redressement du Japon, suite à l'effondrement de l'activité économique après la catastrophe du 11 mars, constitue l'une des – quelques – bonnes surprises pour l'économie mondiale et les marchés financiers dans les prochains mois. Ce relèvement est d'autant plus important pour l'économie mondiale que les mauvais chiffres américains et autres données économiques moroses à travers le monde ont été mis sur le compte de la rupture de la chaîne d'approvisionnement japonaise. Les données du secteur manufacturier suggèrent un net regain d'optimisme au sein des entreprises à la fin du 2 trimestre, pour lequel nous prévoyons toujours une contraction de l'économie de 1,2 % par rapport au 1-trimestre. Le PMI est repassé au dessus du seuil critique de 50 points, indiquant que l'activité du secteur manufacturier est repartie à la hausse. En temps normal, les niveaux actuels du PMI seraient le signe que le PIB croît à un rythme annualisé d'environ 0,8 %. Alors que nous tablons sur une nouvelle amélioration du PMI sur les prochains mois, la dynamique devrait atteindre son paroxysme au cours du 2 semestre 2011. Certains points restent cependant préoccupants : les coupures d'électricité sont encore fréquentes, car les centrales nucléaires sont arrêtées, même dans les régions épargnées par le séisme. Deuxièmement, il semble que le gouvernement soit dans l'incapacité de reconstruire rapidement les infrastructures détruites, ce qui ne permet pas pour l'instant de stimuler le secteur de la construction et les dépenses d'investissement.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,2 %	2011 : 0,3 %
2012 : 0,1 %	2012 : 0,2 %

Comme partout ailleurs, la baisse généralisée des prix des matières premières suggère une atténuation des pressions inflationnistes au 2 semestre 2011. Seules sont disponibles à ce jour les données nationales sur les prix à la consommation d'Avril. Il est donc trop tôt pour évaluer l'impact du séisme sur les prix nippons. Le débat concernant une hausse de la taxe à la consommation afin d'assainir le système des retraites laisse augurer d'un risque important de hausse de l'inflation à partir du 2 semestre 2012.

### Royaume-Uni – Qui dit austérité dit moins de croissance et moins d'inflation

#### Croissance du PIB

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

Depuis l'arrivée du gouvernement de coalition, nous débattons de l'impact des mesures d'austérité sur la croissance et l'inflation futures. Outre le frein évident que constitue la baisse de la contribution à la croissance des dépenses du gouvernement, l'austérité a des répercussions bien plus larges : dans les six pays occidentaux qui ont pris des mesures d'assainissement de leurs finances publiques depuis 1988, la croissance de la consommation nominale en période d'austérité a été entre 12 % et 35 % inférieure à la moyenne en temps normal depuis 1980. Cette tendance se fait désormais sentir au Royaume-Uni qui affiche une faible croissance des ventes de détail depuis Février. Dernièrement, la dynamique d'autres pans de l'économie s'est également fortement ralentie. Actuellement, le PMI manufacturier s'établit à 52,1, ce qui est légèrement supérieur au seuil de 50 points indiquant qu'un secteur est en croissance ou au seuil de 48 points qui correspond à une croissance nulle de tous les pans de l'économie.

#### Inflation

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

Les chiffres de Mai ont témoigné d'une tendance favorable de l'inflation sous-jacente qui confirme notre hypothèse selon laquelle l'austérité se traduit par une période prolongée de désinflation. L'inflation globale devrait passer sous la barre de son taux moyen de 2,6 % depuis 1980 au 2<sup>e</sup> trimestre 2012. L'inflation devrait augmenter jusqu'en Octobre 2011, lorsque la hausse des tarifs de gaz et d'électricité des entreprises de services collectifs fera sentir ses effets dans les IPC du 3<sup>e</sup> trimestre 2011. L'effet de base de l'augmentation des prix des services collectifs qui sera visible dans l'inflation annuelle des 9 premiers mois de 2012 nous a conduits à relever nos prévisions pour 2012.

#### 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 – Un ralentissement de l'inflation attendu

#### Croissance du PIB

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

La croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre 2011 s'est ralentie à 0,3 %, un taux proche de nos prévisions de 0,2 %. Alors que l'estimation du consensus s'établissait à 0,7 %, la plupart de nos homologues ont dû être surpris par l'essoufflement de la dynamique de croissance dès ce début d'année. Pour atteindre un taux de croissance annuel comme le prévoit le consensus, la croissance trimestrielle devrait progresser plus de deux fois plus vite sur le reste de 2011 que sur le 1<sup>er</sup> trimestre. Cela semble improbable, même si les données du 1<sup>er</sup> trimestre nous ont également réservé quelques surprises notables. Bien que conscients de la stagnation de la croissance de la consommation des ménages par rapport aux niveaux élevés de fin 2010, nous n'avions pas anticipé une chute des investissements des entreprises. A l'avenir, notre principale préoccupation demeure l'impact néfaste sur la croissance du taux de change ; nous avons déjà commencé à l'intégrer dans nos prévisions en octobre 2010. Depuis cette date, le franc suisse pondéré en fonction des échanges a gagné 11 % supplémentaire, ce qui est préoccupant.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2011 : 0,7 %	2011 : 0,9 %
2012 : 0,5 %	2012 : 1,2 %

Nos prévisions d'une inflation de 0 % en Mai se sont confirmées et nous n'avons donc aucune raison de réviser nos prévisions pour l'ensemble de 2011. La baisse des prix de l'énergie, les ventes saisonnières prématurées dans le secteur du détail ainsi que la vigueur du franc suisse indiquent que nos prévisions restent surestimées. En ce qui concerne 2012, l'écart entre nos prévisions et celles du consensus est encore plus important que pour 2011. Deux récentes prévisions d'inflation établies par des institutions gouvernementales indiquent que nous ne sommes plus isolés. Le Seco et l'Office fédéral de la statistique tablent sur une inflation annuelle moyenne de 0,7 % en 2011.