

### 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>	2,9%	(3,1%)	2,7%	(2,9%)	2,5%		2,4%	(2,8%)	1,6%	(1,7%)	1,6%		1,7%	(1,8%)	1,4%	
<b>Zone euro</b>	1,7%	(1,5%)	1,6%	(1,2%)	1,5%		1,4%		1,4%	(1,3%)	1,5%		1,5%	(1,3%)	1,6%	
<b>Japon</b>	3%	(2,8%)	3%	(3,2%)	1,3%		1,3%	(1,5%)	-0,8%	(-0,7%)	-0,9%	(-1%)	-0,1%	(0%)	-0,3%	(-0.2%)
<b>Royaume-Uni</b>	1,7%	(1,6%)	1,5%		1,7%	(1,8%)	2,1%	(2%)	3%	(2,9%)	3,1%	(3%)	2,5%	(2,7%)	2,6%	
<b>Suisse</b>	2,8%	(2,1%)	2,6%	(2,1%)	1,2%	(1,6%)	1,8%		0,7%		0,8%		0,7%	(0,6%)	0,9%	

#### Etats-Unis – Pas de nouvelle récession

##### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 2,9 %	2010 : 2,7 %
2011 : 2,5 %	2011 : 2,4 %

Les craintes de voir les Etats-Unis replonger dans la récession au 2 semestre 2010 se sont avérées infondées. Les données publiées à ce jour laissent penser que le rythme de croissance a progressé pour atteindre une croissance trimestrielle annualisée de 3 % au moins au 3 trimestre. Sur cette période, nous tablons sur une croissance annualisée de 3,3 % alors que les prévisions de Consensus Economics sont plus modérées, à 2% en moyenne. Si nos prévisions s'avèrent exactes, les acteurs du marché et les économistes pourraient reconsidérer l'urgence d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif de la Fed. Les indicateurs de consommation et la contribution nette du commerce, supérieure à celle enregistrée au 2 trimestre, nous incitent à rester optimistes quant à la dynamique économique actuelle. Pour beaucoup, il semble difficile d'admettre que la consommation peut progresser alors que le taux de chômage se maintient aux environs de 10 % et que le nombre d'Américains vivant dans la pauvreté augmente. Il est important de comprendre que les revenus disponibles des ménages continuent de croître en dépit du faible rythme de création d'emplois. Au niveau agrégé, la rémunération du travail a, à ce jour, augmenté de 3 % au 3 trimestre, le rythme le plus rapide depuis début 2008. En supposant que les consommateurs décident de dépenser et d'épargner leurs revenus à parts égales, comme au 2 trimestre, les dépenses de consommation devraient augmenter de 2,4 % au 3 trimestre, soit une contribution de 1,7 % à la croissance du PIB. Après l'expiration des incitations octroyées aux exportateurs chinois par leur gouvernement, les importations aux Etats-Unis ont progressé beaucoup moins vite que les exportations au 3 trimestre.

Les premiers chiffres officiels sur le PIB du 3 trimestre seront disponibles le 29 Octobre. Pour la première fois, les prévisions du consensus pour 2011 sont descendues légèrement en dessous de notre prévision de croissance annuelle moyenne de 2,5 %. Nous maintenons notre prévision depuis Novembre 2009, alors que la prévision de croissance du consensus s'établissait à 3,1 % lors du premier sondage en Janvier 2010. La croissance devrait ralentir, à un taux annualisé trimestriel de 2,1 % au 1- trimestre 2011, dans la mesure où le cycle des stocks est achevé et la constitution de stocks n'est plus porteuse de croissance. Une amélioration graduelle du marché du travail est à prévoir, car durant la prochaine phase de la reprise économique les entreprises devraient privilégier les embauches plutôt que l'accroissement des heures de travail des effectifs existants. Les recrutements des PME pourraient s'accélérer après les élections, si le Congrès prolonge les réductions d'impôts de l'ère Bush après le 2 Novembre.

##### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 1,6%	2010 : 1,6 %
2011 : 1,7%	2011 : 1,4 %

Depuis les pires jours de la récession passée, la déflation a toujours constitué le plus grand risque de notre scénario de base d'une reprise graduelle. La Fed a donc raison de souligner l'importance de réussir à éviter la déflation, maintenant que l'inflation sous-jacente est à son plus bas niveau depuis Janvier 1966. Aidée par la stabilisation des coûts d'habitation et la faiblesse du dollar, l'inflation atteindra probablement un plus bas à 0,8 % en Octobre avant de remonter graduellement à 1,2 % en moyenne au 2 trimestre 2011.

### Zone euro – Hausse des prix à l'importation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 1,7 %	2010 : 1,6 %
2011 : 1,5 %	2011 : 1,4 %

Au 3 trimestre, la zone euro a poursuivi sur sa lancée. Les indices PMI, dont les chiffres pour le trimestre entier sont déjà disponibles, et les autres indicateurs de l'état d'esprit des entreprises indiquent que le secteur des entreprises a progressé à un rythme assez comparable à celui du trimestre précédent. Plus important, l'indice du climat des affaires Ifo en Allemagne a progressé chaque mois durant le 3 trimestre pour s'établir à son plus haut niveau depuis Juin 2007. Les entreprises allemandes tablent sur une expansion plus modérée sur les six prochains mois, mais la situation actuelle confirme la vigueur de l'économie. A ce stade de l'expansion, il apparaît de plus en plus erroné d'imputer la reprise économique allemande à la seule vigueur des exportations. Les conditions financières extrêmement souples sont à l'origine d'une hausse de l'activité nationale, comme en témoigne l'amélioration de l'état d'esprit dans le secteur de la construction allemand. Nous tablons sur un ralentissement temporaire de la croissance dans la zone euro de 1 % au 2 trimestre 2010 à seulement 0,2 % au 2 trimestre 2011, et ce, pour deux raisons principalement : le cycle des stocks mondial s'essouffle et nous prévoyons que les mesures prises en Europe pour assainir les finances publiques pèseront sur la croissance.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 1,4 %	2010 : 1,5 %
2011 : 1,5 %	2011 : 1,6 %

La faiblesse de l'euro commence à avoir une incidence sur les statistiques des prix. Les prix à la production de la zone euro ont progressé chaque mois depuis Octobre 2009. Jusqu'à Juillet, les prix à l'importation ont augmenté de près de 10 % en Allemagne par rapport au même mois de l'année précédente. On ne sait pas encore dans quelle proportion ces hausses de prix auxquels sont soumis les producteurs seront répercutées sur les consommateurs, car les mesures d'austérité pèsent sur les revenus disponibles des ménages. Le nouveau modèle global de l'OCDE, qui avait parfaitement anticipé que la faiblesse de l'euro se traduirait par un boom des exportations en Europe, suggère que la dépréciation de la devise entraîne une inflation additionnelle de 0,7 % la deuxième année suivant le choc.

### Japon – Incertitude quant à la reprise de l'économie nationale

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 3 %	2010 : 3 %
2011 : 1,3 %	2011 : 1,3 %

Conséquence prévisible des élections sénatoriales de Juillet, la politique intérieure a traversé une période de turbulences. Le fait que le premier ministre M. Kan ait réussi à restaurer la confiance au sein de son propre parti pour poursuivre sa réforme fiscale peut être considéré comme une bonne nouvelle pour les perspectives économiques à court terme. Nos prévisions de croissance sont identiques au consensus pour les deux années considérées. Nous divergeons cependant du consensus en ce qui concerne notre évaluation des dynamiques trimestrielles au 2 semestre 2010. Alors que nous tablons sur la poursuite de l'expansion à un rythme avoisinant 0,3 % jusqu'au milieu de l'année prochaine, le consensus prévoit une forte accélération de la croissance au 3 trimestre 2010 puis une contraction à 0,1 % au dernier trimestre. Une croissance négative nous semble très improbable sur les 3 prochains mois, au vu du regain de dynamisme enregistré en Chine et de notre hypothèse centrale selon laquelle les Etats-Unis ont évité une nouvelle récession. L'économie nationale japonaise semble en expansion comme le suggère l'amélioration de l'état d'esprit des PME et des consommateurs. En Août 2010, la confiance des petites entreprises a atteint son plus haut niveau depuis le début de la crise financière à l'été 2007. Alors que les dépenses réelles des ménages ont progressé ce trimestre et que les données du marché du travail témoignent d'une amélioration graduelle, nous estimons, au vu de ce renforcement de l'activité nationale, que nos prévisions pourraient être largement sous-estimées pour la fin 2010 et pour 2011.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : -0,8 %	2010 : -0,9 %
2011 : -0,1 %	2011 : -0,3 %

L'économie japonaise devrait rester plongée dans la déflation à court terme. Malgré la hausse des revenus disponibles, la vigueur du yen accentue la pression sur les prix à la consommation. Nous tablons sur une forte baisse des prix à l'importation dans les prochains mois et avons abaissé nos prévisions d'inflation pour 2010 et 2011.

### Royaume-Uni – Persistance de l'inflation

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 1,7%	2010 : 1,5 %
2011 : 1,7%	2011 : 2,1 %

Comparativement, il a fallu plus de temps à l'économie britannique pour enregistrer une croissance marquée du PIB réel de 1,2 % au 2 trimestre 2010. Hélas, ce résultat ne se répètera probablement pas avant fin 2011. Nous pensons au contraire que le rythme de la croissance économique s'est ralenti de moitié par rapport à la performance enregistrée au 2 trimestre entre Juillet et Septembre 2010, hypothèse confirmée par l'estimation du PIB mensuel sur trois mois glissants. Le NIESR fait état d'un ralentissement de la croissance à 0,7 % sur les trois mois jusqu'en Août, en baisse par rapport au pic de Juillet à 1,3 %. Nous demeurons en dessous du consensus pour 2011, car l'austérité budgétaire et la normalisation progressive de la politique monétaire vont freiner les dépenses de consommation l'année prochaine. Les taux de croissance trimestriels devraient augmenter progressivement d'un plus bas de 0,2 % au 1- trimestre à 0,4 % d'ici la fin de l'année prochaine.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 3 %	2010 : 3,1 %
2011 : 2,5 %	2011 : 2,6 %

Les économistes tentent de déterminer pourquoi le Royaume-Uni se distingue avec une inflation bien plus élevée que les autres économies développées. La dépréciation de la livre sterling, en baisse de plus de 30 %, à son plus bas, en est une des raisons. L'inhabituelle fluctuation du taux de TVA depuis 2008 rend d'autant plus difficiles les prévisions d'inflation au Royaume-Uni. A l'avenir, tous ces arguments devraient perdre en importance, alors que le ralentissement lié à l'austérité budgétaire ramènera l'inflation de 3,1 % à 2,1 % d'ici la fin de l'année.

### Suisse – La vigueur du franc devient un frein

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 2.8%	2010: 2.6%
2011: 1.2%	2011: 1.8%

La croissance mondiale est le principal moteur des exportations suisses à court terme, tandis que la perte de compétitivité due à l'appréciation du franc commence à pénaliser le commerce six à neuf mois après la crise. Tel est l'état de l'économie suisse actuellement. A l'instar du Secrétariat d'Etat à l'économie (seco) et de la BNS, nous abaïssons nos hypothèses de croissance des exportations à compter de maintenant et jusqu'au milieu de 2011, au moins. Les conditions actuelles rappellent la période de 1992 à 1995 durant laquelle le tourisme avait été fortement affecté par l'appréciation du franc et avait pénalisé la croissance durant 12 trimestres sur 16. Cette fois encore, le secteur du tourisme devrait être le premier, et le plus durement, touché et sa croissance devrait être négative jusqu'en milieu d'année prochaine, au mieux. Par rapport aux prévisions récemment publiées par deux institutions très courues, nos prévisions pour 2011 sont conformes à celle du Seco, tandis que la prévision du groupe de réflexion KOF d'une croissance de 1,8 % est plus optimiste en ce qui concerne la croissance des exportations et de la contribution des stocks.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010 : 0,7 %	2010: 0,8 %
2011 : 0,7 %	2011: 0,9 %

Lorsque la SNB a mis fin à ses interventions sur la devise en Juillet, elle a fait valoir que les risques de déflation avaient disparu. N'ayant jamais compris sa position, nous ne sommes pas surpris que la SNB ait de nouveau évoqué le risque de déflation lors de sa conférence trimestrielle le 16 Septembre. Une hausse temporaire de la TVA et une hausse des tarifs des transports publics auront une incidence de 0,3 % sur l'inflation 2011 et constituent donc les principaux facteurs empêchant l'inflation de passer sous la barre de 0 % en 2011.

#### 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)**