

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

#### Etats-Unis – Nouvelle lecture de la frénésie d'achat

##### Croissance du PIB

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

Les excellentes ventes de détail du début d'année ont jusqu'à présent contredit nos prévisions de reprise de la consommation inférieures à la moyenne. Les dernières données de mars renforcent l'impression que la consommation va encore jouer un plus grand rôle que prévu dans l'ampleur du redressement économique. En effet, l'évolution des dépenses de consommation semble plus cohérente avec les fortes reprises en V précédentes. Ces dépenses ont été en partie financées par la baisse de l'épargne, son taux revenant à 3,1% en Février contre 4% fin 2009. Les données sur les flux de capitaux compilées par la Réserve fédérale montrent que le désendettement des ménages se poursuit malgré une hausse soutenue de la consommation. La balance penche vers un redressement marqué des valeurs d'actifs notamment financiers depuis le premier trimestre 2009, et d'une baisse significative des passifs, principalement concernant les prêts immobiliers et le crédit à la consommation. Les hausses de la valeur du patrimoine boursier ont permis de consolider les bilans des ménages et le moral des consommateurs devrait encore s'améliorer au vu du redressement du marché du travail. Les augmentations de salaires et de rémunérations, qui étaient restées élevées à un stade avancé de la récession, ont commencé à bien reculer. La croissance totale des rémunérations est désormais inférieure de deux points aux niveaux de 2002 et 2003. Cette tendance atténuée fortement la pression sur les charges salariales des entreprises et s'avère plus conforme à l'érosion massive des emplois intervenue durant la récession. Le tassement de la

hausse des salaires intervient en fin de cycle. La plus grande sécurité de l'emploi au cours des derniers mois a bien soutenu le moral des consommateurs et les derniers chiffres sur le marché de l'emploi sont encourageants. En Mars, les emplois non agricoles ont augmenté de 162 000, cette augmentation concernant surtout le secteur privé. Si une forte consommation des ménages est un risque pour nos prévisions du premier trimestre sur le PIB, son pendant est une hausse des importations et donc une aggravation du déficit commercial. Par conséquent, la contribution du commerce extérieur pourrait être moins importante que nous ne le prévoyions. Alors que les enquêtes ISM business continuent d'afficher des valeurs en hausse proches des plus hauts du cycle précédent, l'optimisme des petites entreprises NFIB se démarque par sa faiblesse globale. Bien que l'enquête NFIB accorde une place exagérée aux entreprises du bâtiment, l'indice demeure à des niveaux très bas, même si l'on exclut ces entreprises.

##### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 2,1%	2010: 2,1%
2011: 2%	2011: 1,9%

Les mesures de base de l'inflation ont montré un tassement important lors des deux dernières années, à des niveaux inférieurs à ceux de 2003, lorsque les craintes de déflation étaient omniprésentes. Même si nous tablons sur une poursuite d'une croissance économique assez soutenue, le niveau de l'activité économique est si bas qu'il faudra des années pour exploiter de nouveau pleinement les capacités de production et revenir au plein emploi. Malgré l'augmentation du bilan de la Réserve fédérale, les banques hésitent à octroyer des prêts sur leurs réserves. Nous ne prévoyons pas de véritable pression inflationniste.

Source utilisée pour les estimations du consensus: Consensus Economics Inc. Londres, 12 Avril 2010

---

### Zone euro – Filet de sécurité pour la Grèce

---

#### Croissance du PIB

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

Le prix du sauvetage de la Grèce est finalement plus élevé que prévu. Le plan d'aide placera la Grèce sous étroite surveillance budgétaire jusqu'en 2012 au moins. Les mesures d'austérité budgétaires vont dominer la conjoncture dans une grande partie de la Zone euro, détériorant les perspectives de croissance en Espagne et au Portugal notamment. Les dynamiques cycliques restent pourtant intactes. Les pays exportateurs continuent de bénéficier de la bonne croissance des marchés émergents, dont certains s'efforcent de recentrer la croissance sur la demande domestique. On constate en tout cas que le volet exportation de l'indice PMI de la Zone euro est à son niveau le plus haut depuis 10 ans. Les écarts de compétitivité entre les Etats membres, dont témoignent les déséquilibres de la balance des paiements courants, sont toutefois un problème structurel à traiter. Selon l'enquête de l'Institut Ifo, l'indice de confiance des entreprises allemandes continue de progresser à la faveur de la nette amélioration du climat des affaires actuel – cet indice de diffusion est en fait proche du niveau auquel la Bundesbank et la BCE pourraient actuellement envisager sérieusement une hausse des taux d'intérêt. La consommation dans la Zone euro est encore décevante, la croissance des ventes de détail en Février ayant été au mieux médiocre.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 1,2%	2010: 1,2%
2011: 0,9%	2011: 1,4%

Les estimations flash d'Eurostat sur l'inflation de Mars ont surpris les acteurs du marché, la hausse mensuelle pouvant avoir atteint 0,9% contre 0,6% pour nos prévisions. Les cours de l'énergie ont encore alimenté l'inflation en Europe. Une faible demande devrait toutefois rendre plus difficile une répercussion de la hausse des coûts sur les consommateurs par les entreprises. Nous maintenons donc que la mesure de base pourrait devenir négative au second semestre de l'année.

---

### Japon – La reprise atteint le marché du travail

---

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 2,4%	2010: 2,2%
2011: 1,3%	2011: 1,6%

Savoir comment rééquilibrer l'économie mondiale pour une croissance durable implique de se demander si des pays comme l'Allemagne et la Chine, mais aussi le Japon, devraient appliquer des politiques visant une hausse des dépenses nationales des ménages. Les chiffres sur le Japon montrent que, en 2009, et surtout au premier trimestre 2010, les mesures fiscales pour l'achat de biens écologiques ont permis à la consommation des ménages de fortement contribuer au PIB global. Nous pensons que le nouveau gouvernement japonais connaît l'importance d'une hausse du revenu disponible des ménages. L'instauration des allocations d'éducation prévue en Juin 2010 fait partie de sa politique de redistribution. La dernière enquête trimestrielle Tankan auprès des entreprises montre une amélioration générale de l'état d'esprit. Les programmes de dépenses d'investissement des entreprises pour l'exercice 2010 semblent prometteurs comparés aux solutions des deux exercices précédents. Même le marché du travail semble profiter du dynamisme de l'activité économique. Les heures supplémentaires effectuées dans le secteur manufacturier ont rapidement augmenté. Ainsi, le taux des emplois disponibles par demandeur d'emploi a nettement progressé depuis le début de l'année et les résultats des enquêtes auprès des entreprises continuent de témoigner d'une hausse persistante des recrutements.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: -0,4%	2010: -1,1%
2011: 0,1%	2011: -0,2%

Comme nous l'avons expliqué le mois dernier, nous estimons que l'annonce d'une reprise de l'activité nationale limite le risque de voir le Japon replonger dans une déflation prolongée. Les rémunérations en espèces du travail devraient progresser dans les prochains mois. La Banque du Japon elle-même semble désormais prête à relever ses prévisions d'inflation, son gouverneur ayant admis que «le risque d'un retour de la récession est pratiquement nul».

### Royaume-Uni – La politique est la principale priorité

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 1,3%	2010: 1,3%
2011: 1,8%	2011: 2,3%

Jusqu'au 6 Mai, la situation politique sera la priorité des observateurs britanniques. La Banque d'Angleterre a même dû reporter sa prochaine décision sur les taux d'intérêt au 10 Mai. Il est très improbable que le Comité de Politique Monétaire annonce une modification de sa stratégie si peu après les élections. Il devrait donc maintenir sa politique monétaire très relâchée, bien que certains indicateurs clés pointent la nécessité d'une hausse des taux d'intérêt. A l'exception du taux d'inflation qui a récemment dépassé l'objectif de la banque centrale, les niveaux actuels de l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier coïncident avec la politique de durcissement monétaire. Comme les prévisions du dernier trimestre 2009 ont été relevées, nous avons légèrement revu à la hausse le taux de croissance moyen de cette année à 1,3%. Les meilleurs chiffres sur l'emploi et sur la production industrielle sont une preuve supplémentaire de l'intensification de la reprise. La prestation du dirigeant travailliste lors des premiers débats télévisés de la campagne électorale permettra de savoir si ces tendances et la hausse des prix de l'immobilier, qui approche la barre des 10%, pourront assurer la majorité au Parti lors des élections.

#### Inflation

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 2,3%	2010: 2,7%
2011: 0,6%	2011: 1,7%

De manière générale, nous misons toujours sur une inflation à la baisse malgré de nouvelles preuves d'une reprise économique. Toutefois, les récentes augmentations des cours de l'énergie et le risque de hausse des taxes indirectes dans le cadre de la nécessaire consolidation fiscale sont d'importants risques pour nos prévisions.

#### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, 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 – Etonnante résistance du marché du travail

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Management	Consensus
2010: 2,1%	2010: 1,8%
2011: 1,6%	2011: 1,9%

Après une réaction immédiate à la récession mondiale qui a fait passer le taux de chômage de 2,5% à 4,2% en 16 mois jusqu'à Décembre 2009, ce taux s'est stabilisé à 4,1%. Au vu de la progression de l'indice des directeurs d'achat, nous tablons sur une hausse décisive de la demande de travailleurs qualifiés dans les prochains mois. La composante emploi de cette enquête auprès des entreprises a dépassé les 50 points - seuil d'expansion de l'activité économique - pour la première fois depuis Septembre 2008. Le taux de chômage va très probablement continuer à reculer modérément jusqu'à la fin de l'année. Nous sommes confrontés au risque d'avoir jusqu'à présent sous-estimé la contribution de la consommation des ménages à la croissance en 2010. Les conditions nationales laissent ainsi penser que la Suisse n'a désormais plus besoin de recourir à une politique monétaire particulièrement relâchée. Bien que les instances de la Banque Nationale partagent sans doute cette vision de l'activité nationale, elles resteront probablement réticentes à amorcer une normalisation de la politique monétaire avant les autres banques centrales occidentales, dans la crainte d'une nouvelle appréciation de la monnaie.

#### Inflation

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

Les coûts du mazout et de l'essence ont continué de progresser en Avril. Nous maintenons donc notre hypothèse selon laquelle l'inflation globale annuelle des prix à la consommation devrait dépasser les prévisions actuelles du consensus. Actuellement, nous prévoyons un taux d'inflation moyen de 1,1% cette année.

