

**Deux ans après le choc du franc:
perspectives en Suisse pour 2017**

Martin Neff, chef économiste, Groupe Raiffeisen

Raiffeisen Research
Zurich, le 11.01.2017

Banque Raiffeisen Région d'Uzwil, Clerici Müller & Partner
Architekten AG, Saint-Gall

RAIFFEISEN

0 Bouleversements géopolitiques?

Les grands thèmes de la politique mondiale en 2017

- Donald Trump avivera-t-il ou apaisera-t-il les tensions?
- Le conflit par adversaires interposés en Syrie va-t-il s'apaiser ou s'enflammer?
- L'État Islamique étendra-t-il son rayon d'action?
- Jusqu'où ira Erdogan?
- Laquelle des trois grandes puissances dominera-t-elle? La Chine, la Russie ou les États-Unis? Comment?
- Les élections en Iran et en Chine
- Négociations sur les modalités du Brexit constitueront-ils une épreuve de vérité pour l'UE?
- Les élections en Allemagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas déstabiliseront-elles encore davantage la dérive de la politique européenne?



1 La politique économique changera-t-elle de cap?

Les grandes questions économiques en 2017

Au niveau international

- Trump et la dure réalité politique
- L'inflation au lieu de la déflation
- La remontée des taux d'intérêt au lieu du maintien des taux faibles
- Politique monétaire, mais:
- Renaissance de la politique budgétaire aux États-Unis: infrastructure
- Renaissance de la politique budgétaire en Europe: fin de la politique d'austérité

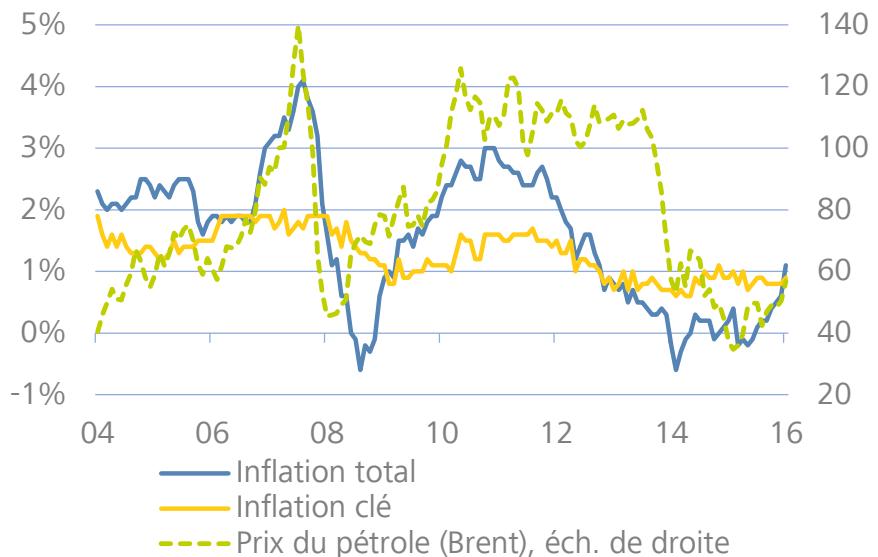
Au niveau national

- Votation sur la création d'un fonds pour les routes nationales et le trafic d'agglomération
- Votation sur la naturalisation facilitée des étrangers de la troisième génération
- Votation sur le référendum relatif à la loi sur la réforme sur l'imposition des entreprises (RIE III)
- Et aussi les thèmes «brûlants» de l'immigration, des relations avec l'UE, de la «bulle immobilière», de la prévoyance vieillesse (taux d'intérêt négatifs, BNS), des coûts de santé, du développement de l'armée, du rapport à l'islam, etc.

Proposition pour le non-mot de l'année 2017: «reflation»

Auparavant, on parlait «seulement» de l'inflation. Or, sa disparition a provoqué un malaise chez les acteurs des marchés financiers et les responsables de la politique monétaire. On voit donc apparaître des néologismes paradoxaux et exagérations précipitées telles que:

- désinflation,
- déflation
- et récemment reflation.



Exemple: les propos incohérents de Mario Draghi

Octobre 2012: *La «baisse actuelle des prix dans certains pays de la zone euro» entraîne des risques.*

Février 2014: *«Nous ne sommes définitivement pas en période de déflation.»*

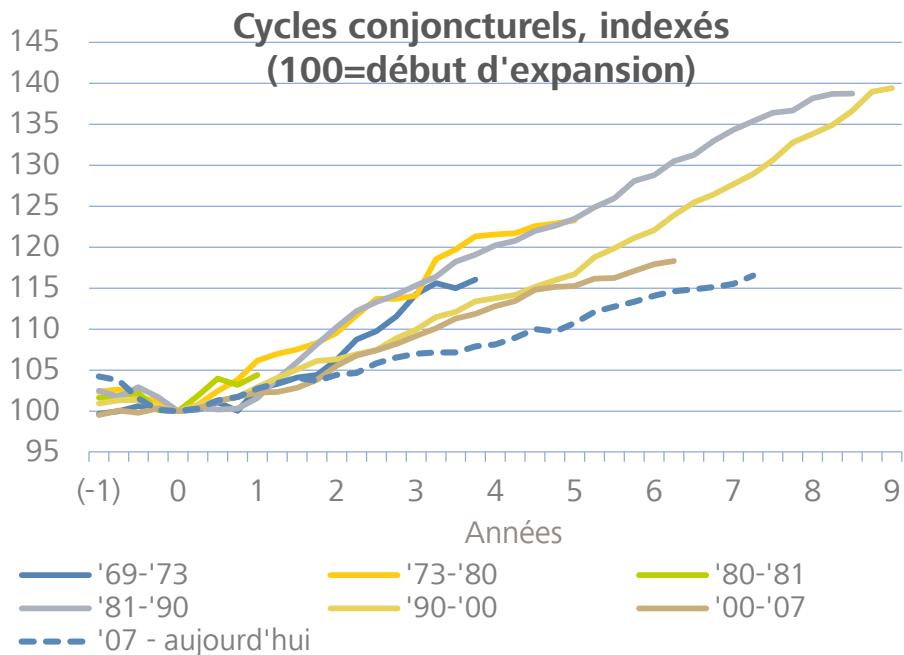
Janvier 2015: *«Le risque de déflation est limité.»*

Mars 2016: *«La BCE a empêché une désastreuse déflation.»*

2 Contexte mondial

États-Unis: une croissance faible mais avec une bonne longueur d'avance

	2014	2015	2016 p	2017 p
PIB	2.4%	2.6%	1.6%	2.2%
Inflation	1.8%	0.1%	1.3%	2.1%
Taux de chômage	6.2%	5.3%	4.9%	4.7%



- L'économie des États-Unis est la plus avancée dans le cycle conjoncturel au sein du G20.
- Elle va probablement poursuivre sa croissance mais doit encore être soutenue.
- La confiance des consommateurs est à son plus haut niveau depuis 2007. La consommation privée devrait donc continuer à jouer un rôle clé.
- Les derniers indices laissent entrevoir une accélération continue de l'inflation, notamment en raison de la montée des salaires.
- L'expansion actuelle est extrêmement faible, historiquement parlant mais aussi dans sa durée et son ampleur.
- D'autant plus que des sommes considérables ont été investies pour relancer l'économie américaine.

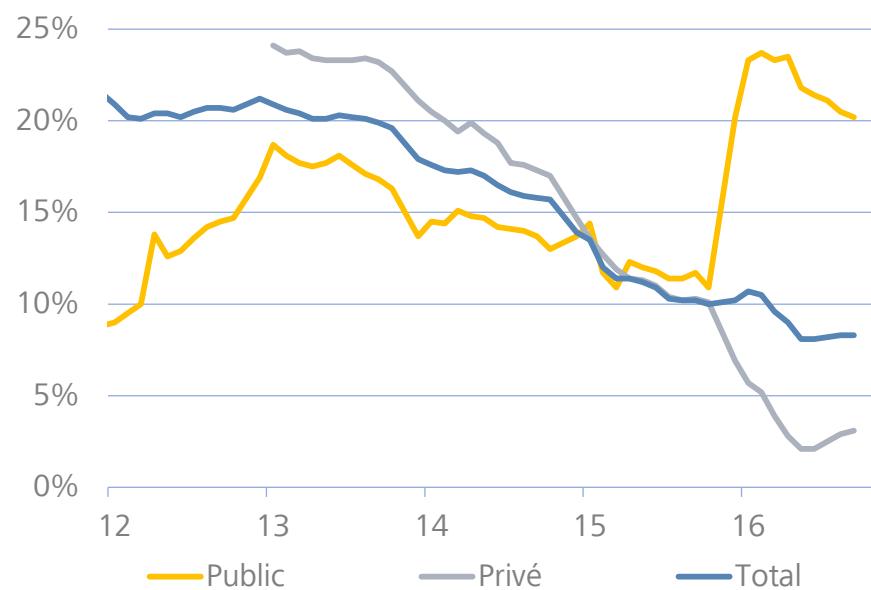
Sources: Bloomberg, Fed, Raiffeisen Research

Chine: Trump déconcerte même l'Empire du Milieu

	2014	2015	2016 p	2017 p
PIB	7.3%	6.9%	6.7%	6.3%
Inflation	2.0%	1.4%	2.0%	2.3%

Extension massive des investissements de l'État

Investissements dans les immobilisations corporelles (en termes nominaux, g.a.)



- L'incertitude a monté d'un cran dans les pays émergents depuis l'élection de Donald Trump, même si bon nombre de ses promesses électorales ne peuvent pas être réalisées à la lettre.
- Mais, indépendamment de cette situation, la Chine risque de décevoir sur le front de la croissance.
- Nous pensons que le gouvernement chinois autorisera une croissance un peu plus faible afin de mieux maîtriser l'endettement de l'économie nationale.
- La réorganisation de l'«atelier du monde», qui s'efforce d'accroître sa demande intérieure, poursuit inexorablement son cours.

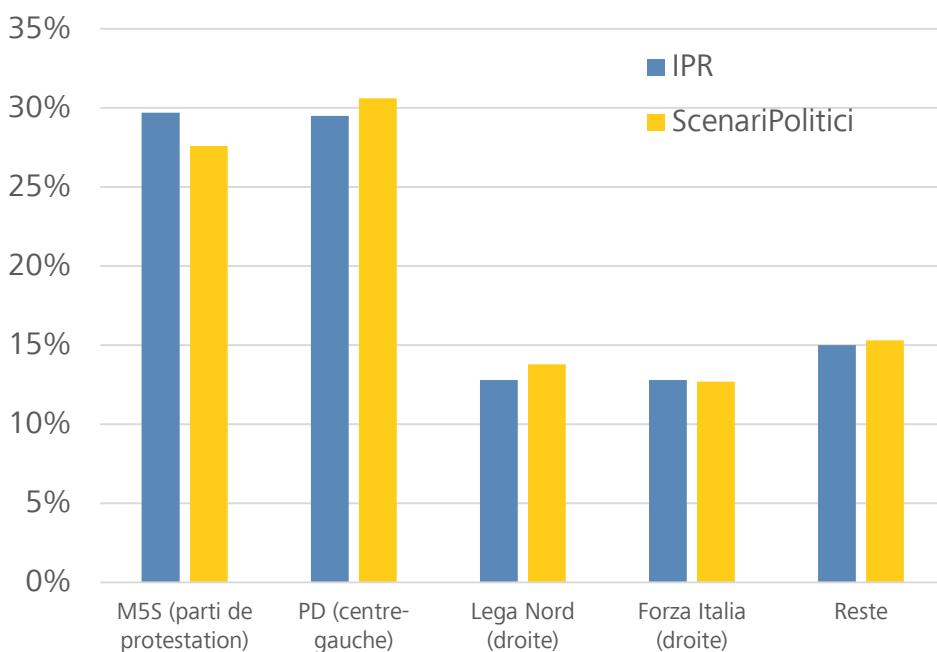
Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

Zone euro: interrogations politiques et bon départ en 2017

	2014	2015	2016 p	2017 p
PIB	1.2%	1.9%	1.7%	1.6%
Inflation	0.4%	0.0%	0.2%	1.2%
Taux de chômage	11.6%	10.9%	10.1%	9.7%

Italie: lutte serrée entre le Mouvement 5 Étoiles et le Parti démocrate, actuellement au pouvoir

Résultats des sondages actuels



- L'économie de la zone euro a démarré l'année à grande vitesse, ce qui suscite de grands espoirs.
- Voilà qui constraint clairement la BCE à agir. Elle peut difficilement continuer à noircir le tableau conjoncturel car elle prendrait alors le risque de démoraliser les acteurs économiques. Elle doit aussi annoncer comment elle entend consolider sa politique monétaire expansive.
- L'inflation (faible) ne pose aucun problème, mais sa légère accélération est un argument supplémentaire contre le maintien de la politique monétaire expansive.
- Les prochaines élections aux Pays-Bas, en France, en Allemagne et probablement aussi en Italie s'accompagneront de décisions politiques fondamentales dont l'issue est incertaine.

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

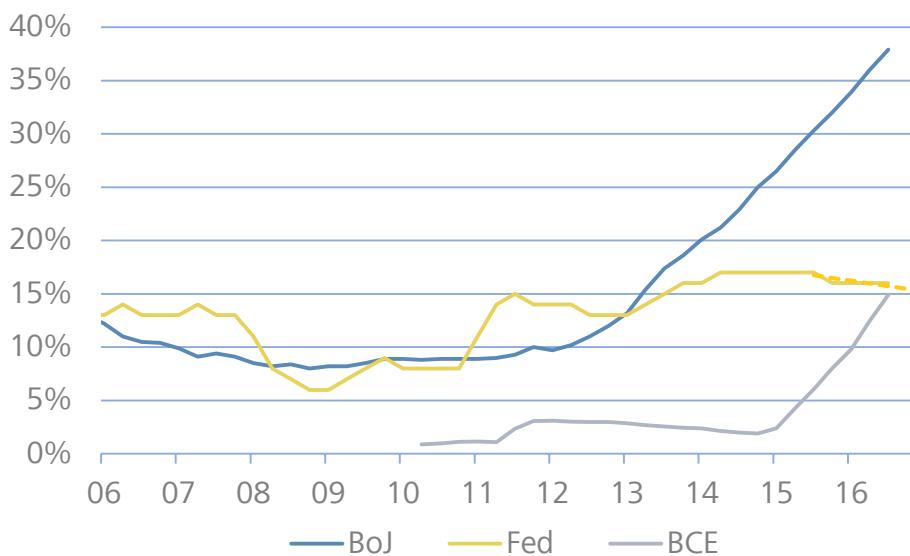
RAIFFEISEN

Japon: le programme de relance de la banque d'émission n'a pas fait long feu

	2014	2015	2016 p	2017 p
PIB	-0.1%	0.6%	0.7%	0.9%
Inflation	2.8%	0.8%	-0.1%	0.5%
Taux de chômage	3.6%	3.4%	3.1%	3.0%

La Banque du Japon reste un cas particulier

Part des obligations d'État détenues par les banques d'émission en % du volume total en circulation



- En dépit de leur échec, les «Abenomics» se poursuivent.
- La dépréciation du yen – récemment aussi grâce à l'«atout Trump» – permet aux exportateurs de souffler un peu.
- Les entreprises restent peu enclines à investir, notamment car le gouvernement n'a quasiment mis en œuvre aucune des réformes annoncées.
- Les consommateurs ont une attitude réservée. Les salaires réels stagnent, la hausse des prix est modérée.
- Des problèmes structurels – en premier lieu le vieillissement de la population – freinent la croissance. Même le vaste plan de relance de la banque d'émission ne peut y remédier.

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

3 La Suisse, deux ans après le choc du taux de change

Choc du franc: les optimistes face aux pessimistes

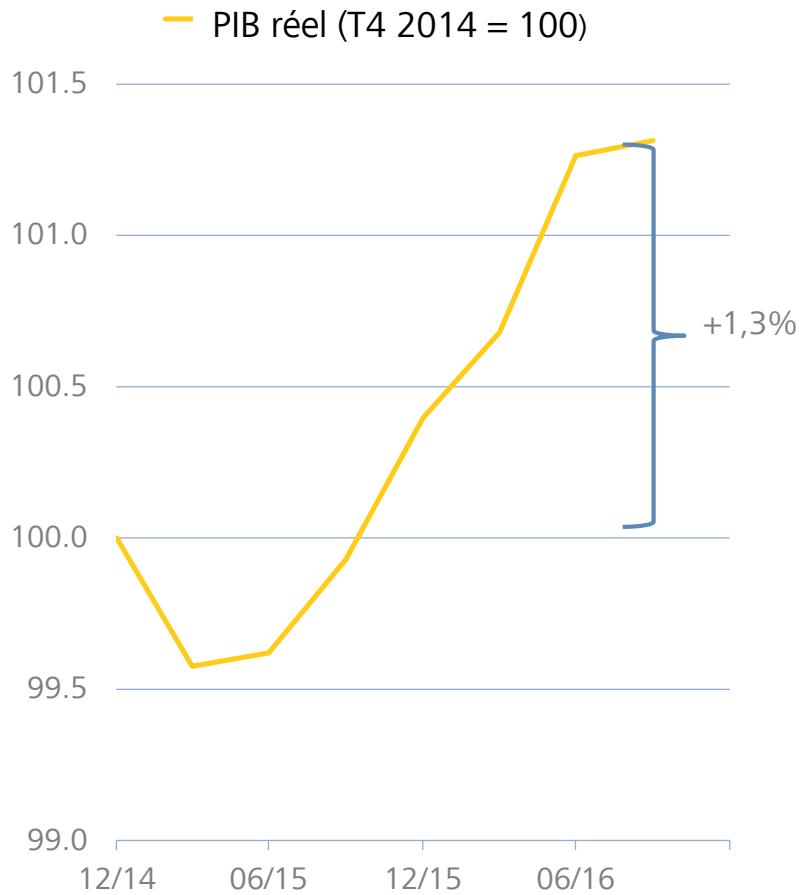
■ Arguments des optimistes

- Croissance du PIB ✓
- Excédent de la balance commerciale ✓
- Évolution du commerce extérieur ✓
- Stabilité du marché du travail ✓

■ Arguments des pessimistes

- Les chocs exogènes ne sont jamais surmontés dans l'immédiat.
- La stabilité des exportations tient exclusivement aux exportations pharmaceutiques.
- «Croissance sans création d'emplois» ou alors uniquement dans la santé et les services sociaux
- Suppression de postes dans l'industrie, le commerce de détail (même à proximité des frontières) et le secteur hôtelier

Observée de plus près, la reprise du PIB présente des points de rupture



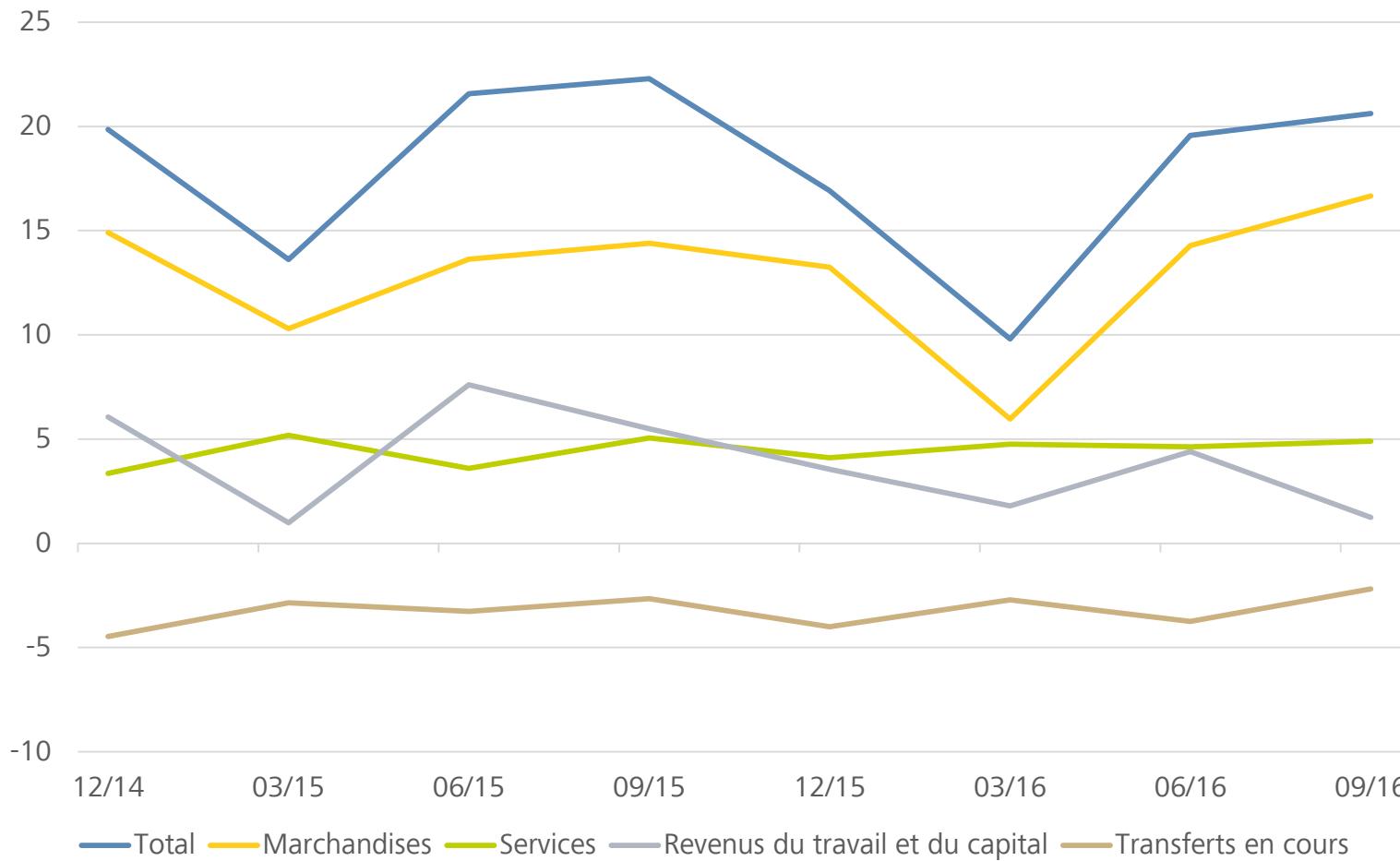
Contributions à la croissance de 1,3%:

- En termes de production
 - Négoce (y compris commerce de transit) 0,6%
 - Santé et services sociaux: 0,4%
 - Les autres: 0,3%
- En termes de dépenses
 - Part de la balance commerciale 1,3%
 - Consommation privée: 0,7%
 - Dépenses de consommation de l'État: 0,4%
 - Investissements bruts: -1,1%

Sources: SECO, Raiffeisen Research

Plongée certes «seulement» temporaire de la balance des transactions courantes...

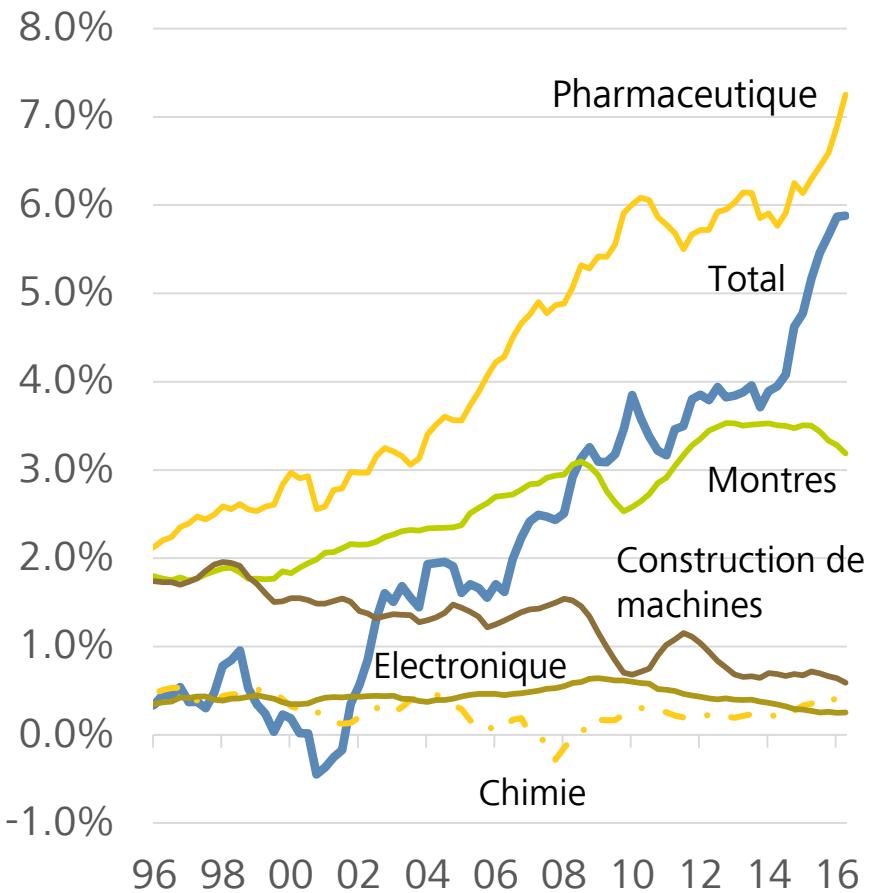
Solde en milliards de francs, total et répartition entre les composantes



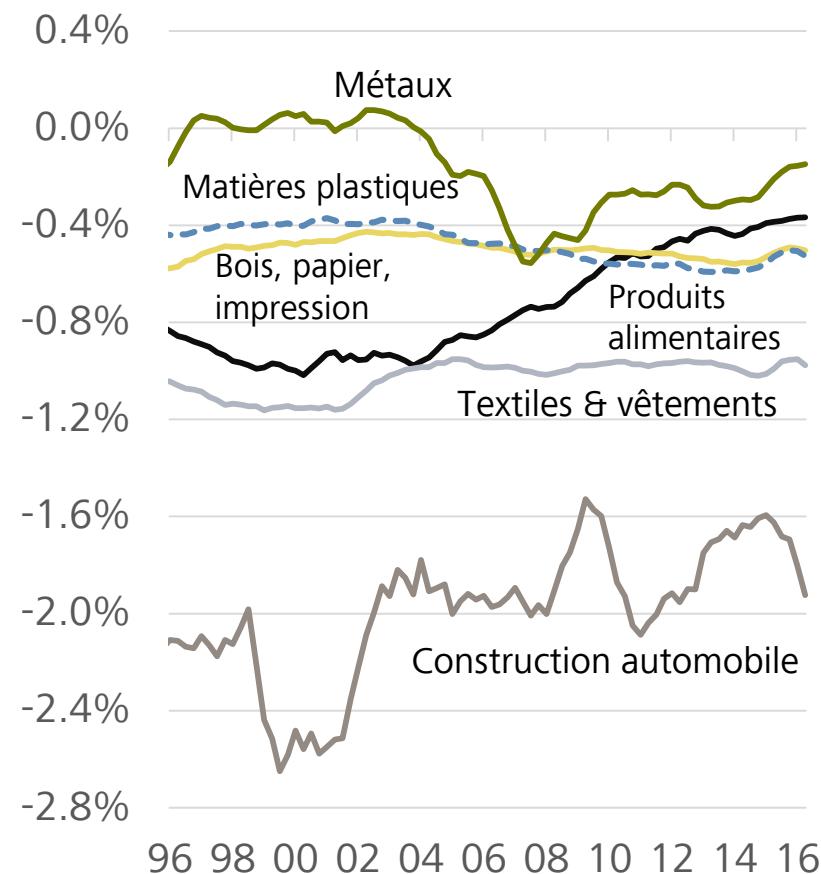
Sources: BNS, Raiffeisen Research

... mais déséquilibre toujours plus marqué de la balance commerciale

Secteurs à solde commercial positif

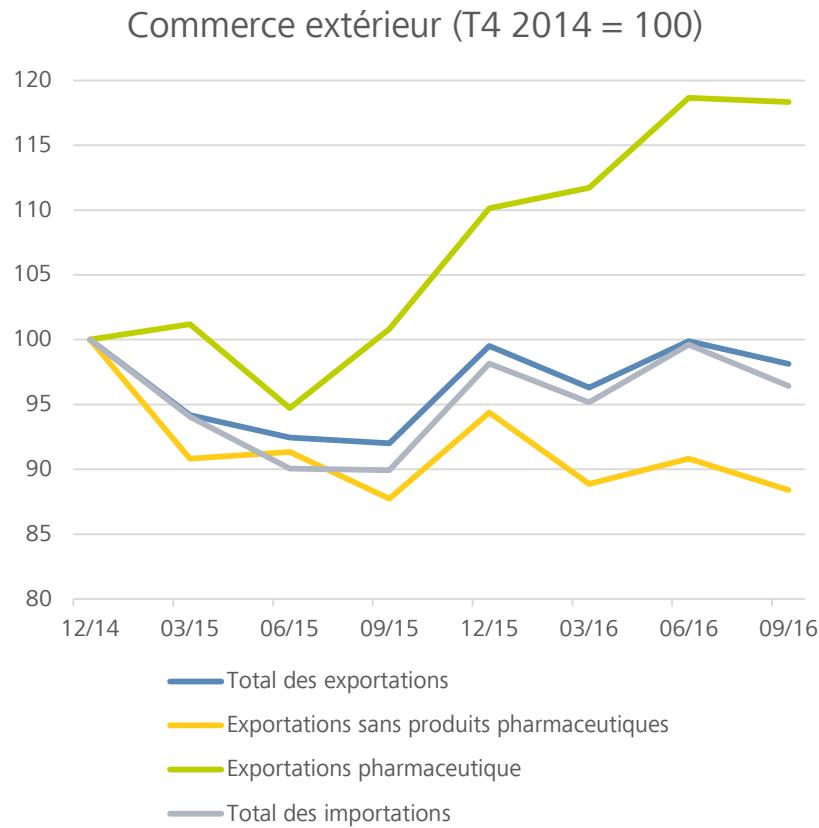


Secteurs à solde commercial négatif



Sources: Administration fédérale des douanes, Raiffeisen Research

Exportations: domination écrasante de l'industrie pharmaceutique

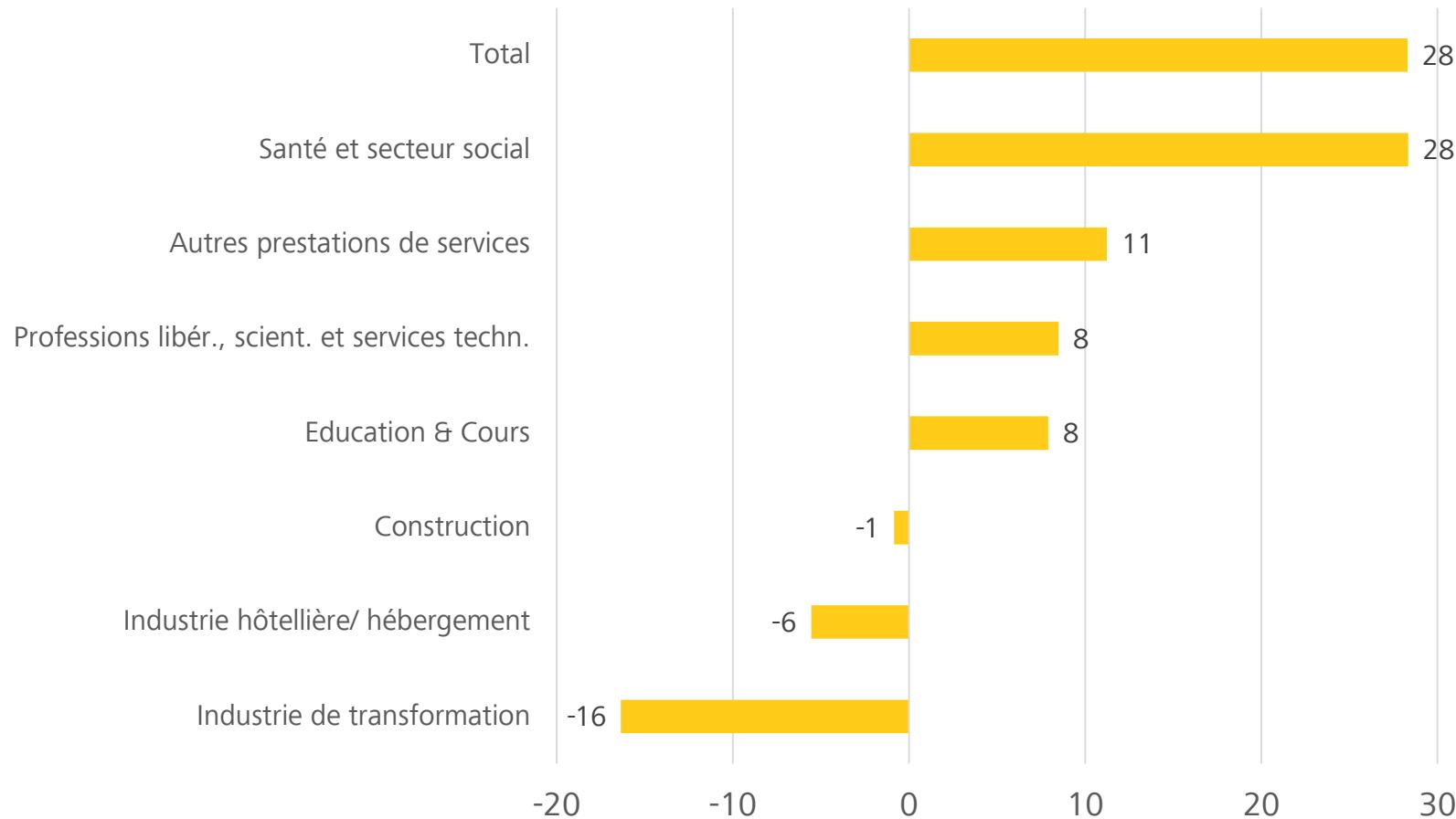


Variation des exportations en millions de CHF	
Pharmaceutique	+3'170
Textiles et vêtements	-51
Bois, papier et imprimerie	-76
Électronique	-87
Matières synthétiques	-89
Chimie	-128
Produits alimentaires	-184
Produits métalliques	-260
Construction automobile	-513
Constructions mécaniques	-818
Montres et instruments de précision	-1'859

Sources: Administration fédérale des douanes, Raiffeisen Research

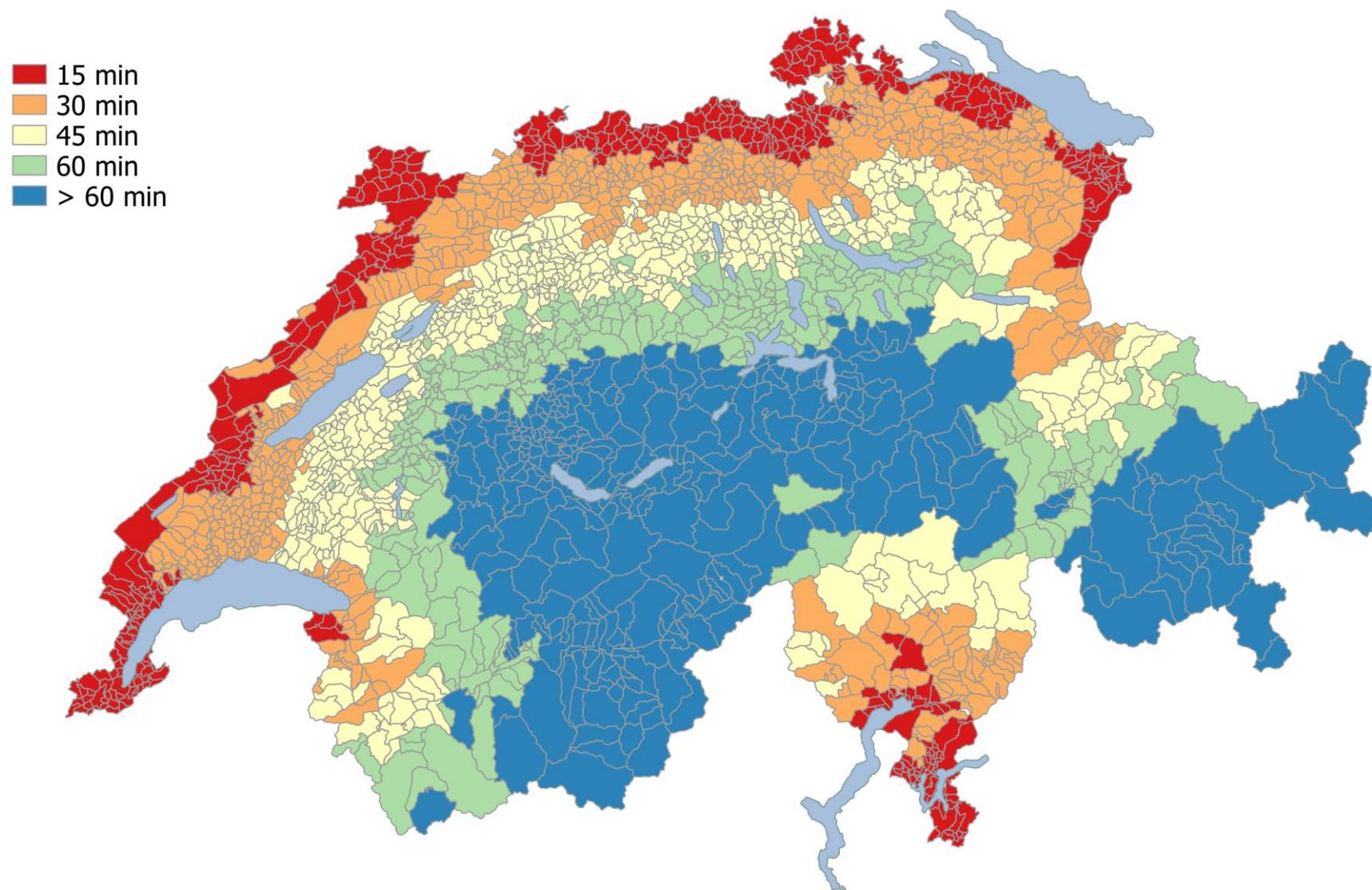
«Miracle de l'emploi», mais saignée de l'industrie

Évolution de l'emploi ces deux dernières années (en milliers)



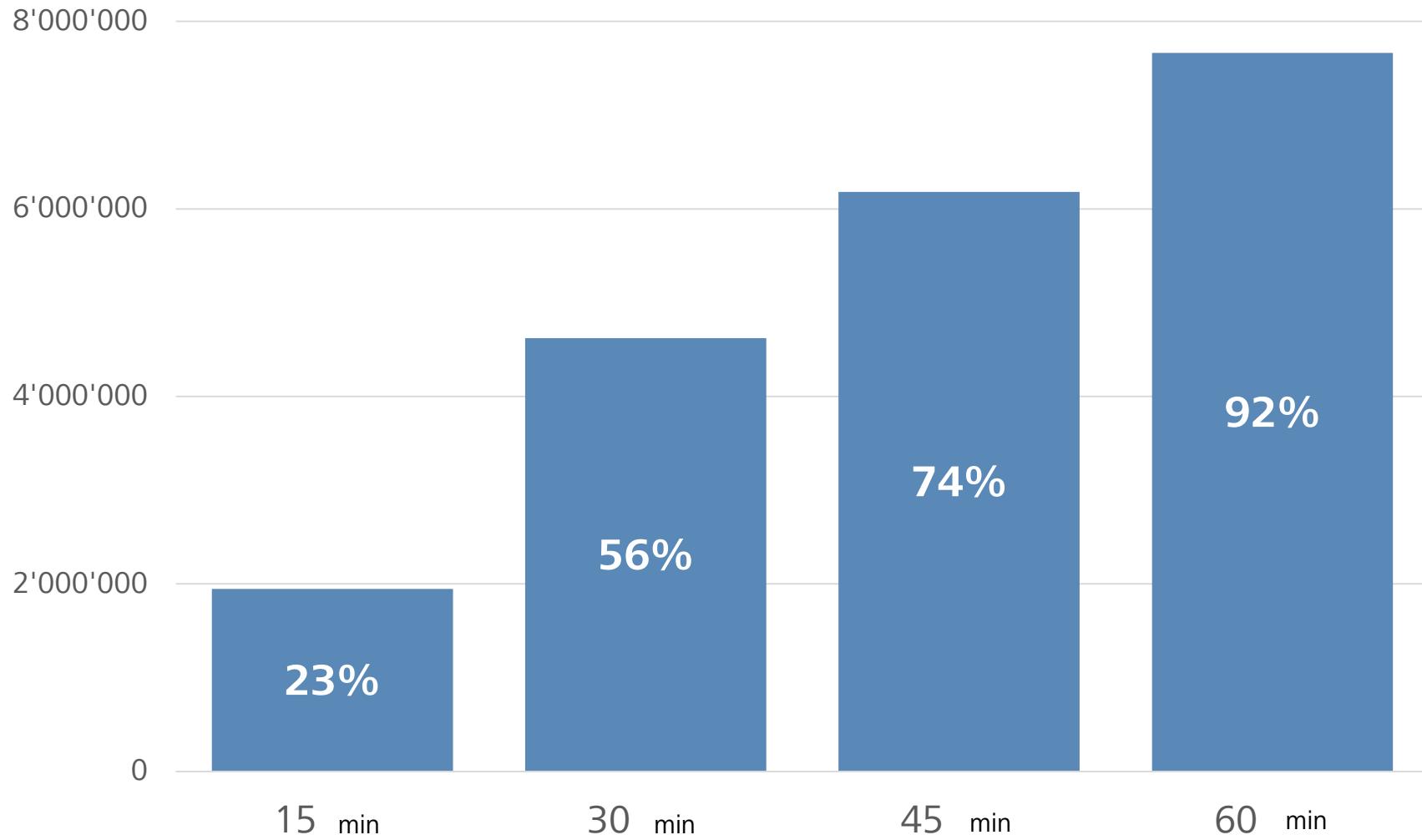
Sources: Office fédéral de la statistique, Raiffeisen Research

Durée du trajet pour aller faire du shopping à l'étranger



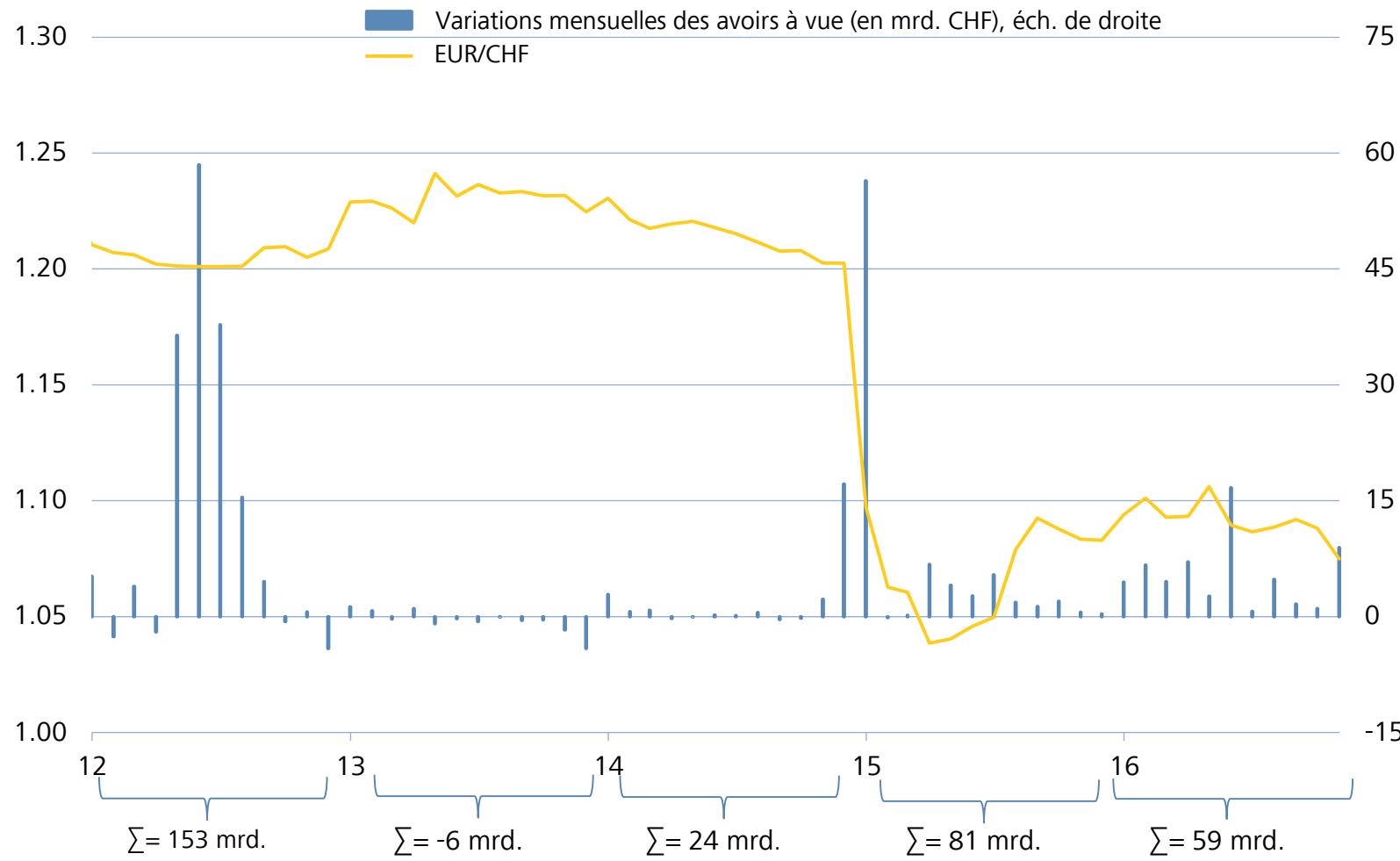
Sources: OFDT, OFS, AFD, Raiffeisen Research

92% de la population se trouve à moins d'une heure de route du paradis de la consommation



Sources: OFDT, OFS, AFD, Raiffeisen Research

La «panique» de la BNS commence à coûter cher



Sources: Bloomberg, BNS, Raiffeisen Research

4 Prévisions de Raiffeisen

Prévisions conjoncturelles

	2013	2014	2015	Prévisions 2016	Prévisions 2017
PIB					
Croissance annuelle moyenne (en %)					
Suisse	1.8	1.9	0.9	1.4	1.3
Allemagne	0.6	1.6	1.5	1.8	1.5
Zone euro	-0.2	1.2	1.9	1.7	1.6
Etats-Unis	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
Chine	7.7	7.3	6.9	6.7	6.3
Japon	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.9
Global (PPP)	3.3	3.4	3.1	3.1	3.4
Inflation					
Moyenne annuelle (en %)					
Suisse	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.3
Allemagne	1.5	0.9	0.2	0.4	1.5
Zone euro	1.4	0.4	0.0	0.2	1.2
Etats-Unis	1.6	1.8	0.1	1.3	2.1
Chine	2.6	2.2	1.4	2.0	2.3
Japon	0.3	2.8	0.8	-0.1	0.5

Prévisions pour les marchés financiers

Marchés financiers	2015	2016	Actuel.*	Prévision à 3 mois	Prévision à 12 mois
Libor à 3 mois					
Fin d'année (en %)					
CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75
EUR	-0.13	-0.32	-0.32	-0.35	-0.35
USD	0.61	1.00	1.01	1.10	1.60
JPY	0.08	-0.05	-0.03	-0.10	-0.10
Taux du marché des capitaux					
Rendements des obligations d'Etat à 10 ans (fin d'année, rendement en %)					
CHF	-0.06	-0.18	-0.19	-0.2	0.4
EUR (Allemagne)	0.66	0.23	0.29	0.3	0.9
EUR (PIIGS)	2.05	2.01	2.01	1.7	2.2
USD	2.30	2.45	2.38	2.4	2.6
JPY	0.26	0.04	0.06	0.0	0.1
Cours de change					
Fin d'année					
EUR/CHF	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08
USD/CHF	1.00	1.02	1.01	1.05	1.00
JPY/CHF (par 100 JPY)	0.83	0.87	0.87	0.91	0.92
EUR/USD	1.09	1.05	1.06	1.03	1.08
USD/JPY	120	117	116	115	109
Matières premières					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/bl)	37	57	57	54	50
Or (USD/once)	1061	1152	1174	1200	1260

*10.01.2017

Prévisions pour la Suisse

	2011	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
PIB réel, variation en %	1.9	1.1	1.8	2.0	0.8	1.4	1.3
Consommation privée	0.9	2.6	2.2	1.2	1.0	0.9	1.0
Consommation publique	2.1	2.1	2.3	1.5	2.2	2.2	1.4
Investissements en biens d'équipement	5.4	3.0	0.0	2.5	1.1	3.7	1.9
Investissements dans la construction	2.4	2.8	3.2	3.2	2.1	0.0	1.1
Exportations	3.7	3.1	0.1	5.1	2.0	4.6	4.2
Importations	4.9	4.5	1.5	3.1	2.8	3.5	4.0
Taux de chômage en %	2.8	2.9	3.2	3.0	3.2	3.3	3.2
Inflation en %	0.2	-0.7	-0.2	0.0	-1.1	-0.4	0.6
		2013	2014	2015	in 3M	in 12M	
Intérêts							
	3M Libor	0.02	-0.06	-0.76	-0.75	-0.75	
	10 Ans	1.1	0.3	-0.1	-0.2	0.4	

4 Conclusion

Avant-propos sur le marché des propriétés du logement

- Nous préférons jouer avec «ce» feu plutôt qu'avec des produits explosifs ou sur les marchés
- L'évolution des prix des propriétés du logement en Suisse résulte non pas d'une spéculation devenue incontrôlable mais de l'accumulation de longue date d'une demande excédentaire de ces logements, favorisée par des conditions de financement abordables du point de vue historique. Le boom repose sur des bases saines.
- Les principaux indicateurs de la situation du marché – accessibilité et capacité financière – se situent à des niveaux historiquement anodins.
- Les surcapacités sont inexistantes, du moins pour les objets en propriété.
- A la saturation sociodémographique peu à peu visible s'ajoute un éventail de mesures réglementaires qui ont considérablement réduit le potentiel d'accès à la propriété.
- Un choc des taux (isolé) est exclu et le risque de taux des débiteurs hypothécaires est diversifié sur de nombreuses durées.
- Les activités bancaires à risque relèvent de secteurs opérationnels complètement différents.

Conclusion pour la Suisse

- La croissance de l'économie suisse est certes modérée, mais elle reste considérable par rapport à d'autres nations industrielles hautement développées.
- Le choc du taux de change est (encore) loin d'être surmonté.
- L'impact positif du dollar, qui est quelque peu remonté, est le bienvenu, mais il est très limité.
- Seule une accélération de la croissance mondiale, en Europe essentiellement, peut permettre une détente durable.
- La BNS restera sous les feux des projecteurs en 2017, qu'elle intervienne pour limiter les dégâts ou gère une normalisation timide. Une fois encore, elle ne pourra pas agir seule mais sera tributaire de l'évolution mondiale.
- L'inflation retournera tout au plus en territoire positif. Si elle y parvient, cette évolution sera timide et résolue de manière unilatérale (énergie, prix administrés et un petit nombre de services).
- Peu de changements sur le marché du travail: pénurie de main-d'œuvre qualifiée mais chômage de longue durée, resserrement de l'écart entre l'industrie et les services sans augmentation du solde.