



Banque Raiffeisen Regio d'Uzwil, Clerici Müller & Partner  
Architekten AG, St-Gall

## Conférence sur les prévisions pour 2019

Martin Neff, chef économiste, Groupe Raiffeisen

Raiffeisen Research  
Zurich, le 8 janvier 2019

---

# 1 Vérification des prévisions de l'année précédente

---

# Rétrospective des prévisions de l'année précédente

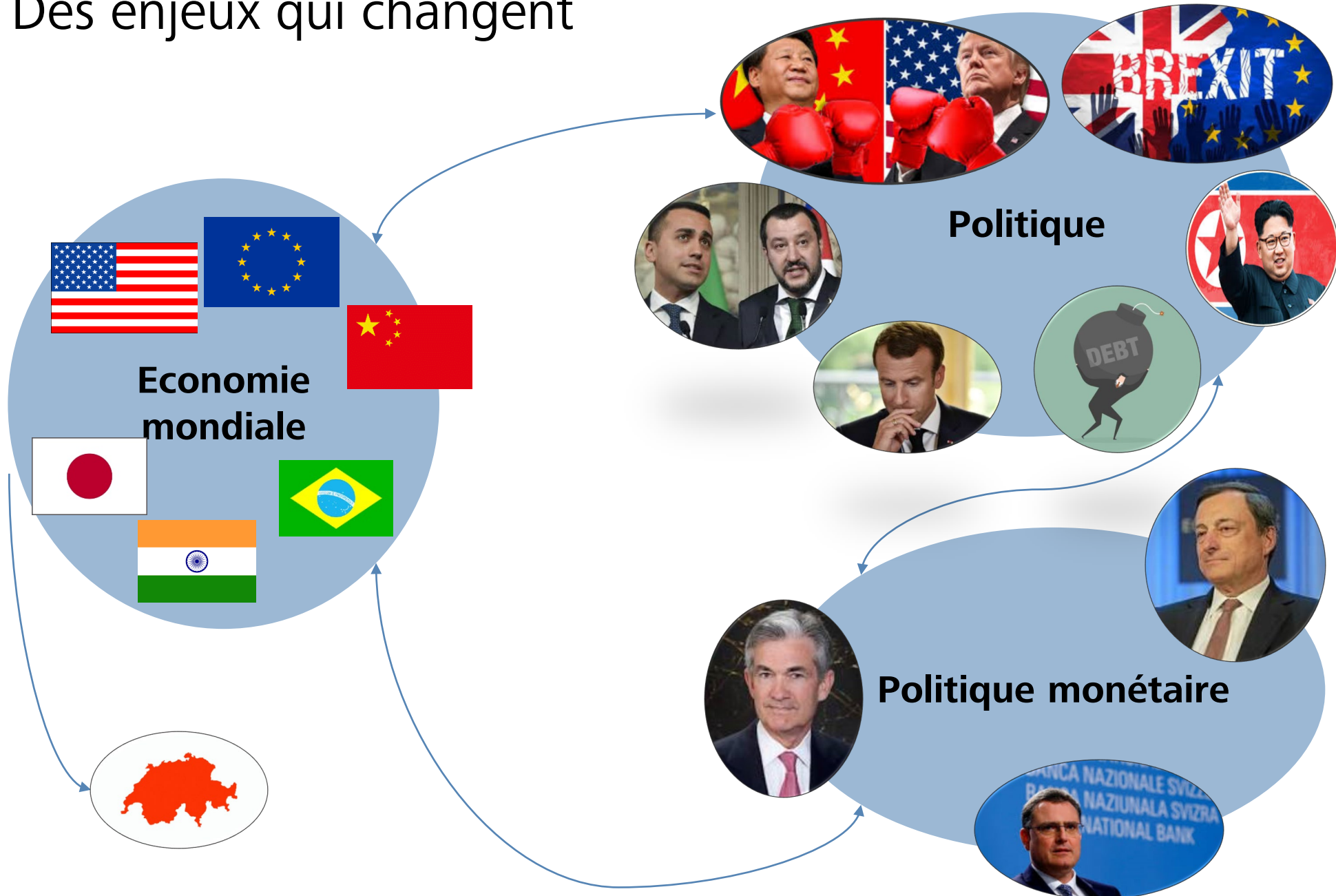
- Prévisions de croissance «au moins 2%» (résultat prévisionnel 2,5%) ✓
- Prévision d'inflation 0,6%, valeur effective: 0,9% (énoncé: «les prix restent stables») ✓
- Prévision du cours de l'euro 1.20 EUR / CHF, valeur effective: 1.13 (1.20 a été atteint en mai) ~
- Les taux d'intérêt à court terme restent inchangés à -0,75% (valeur effective: -0,75%) ✓
- Les taux d'intérêt à long terme à 0,5% (valeur effective: -0,3%) ✗
- Aucune bulle ne va éclater sur le marché immobilier ✓
- La volatilité va augmenter sur les marchés boursiers ✓

---

## 2 Contexte géopolitique et global

---

# Des enjeux qui changent



# L'horizon s'assombrit

La Suisse au sommet (indice des directeurs d'achat – secteur manufacturier)

					2018											
	2014	2015	2016	2017	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
<b>Suisse</b>	54.1	49.0	53.3	60.0	65.3	65.5	60.3	63.6	62.4	61.6	61.9	64.8	59.7	57.4	57.7	57.8
<b>Zone euro</b>	51.8	52.2	52.5	57.4	59.6	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4
<b>USA</b>	55.6	51.4	51.5	57.4	59.1	60.8	59.3	57.3	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1
<b>Allemagne</b>	52.4	52.1	53.2	59.4	61.1	60.6	58.2	58.1	56.9	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.6	51.5
<b>France</b>	49.0	49.6	49.8	55.2	58.4	55.9	53.7	53.8	54.4	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7
<b>Italie</b>	51.4	53.7	52.3	56.0	59.0	56.8	55.1	53.5	52.7	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2
<b>Espagne</b>	53.2	53.6	53.2	54.8	55.2	56.0	54.8	54.4	53.4	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1
<b>Japon</b>	52.8	51.4	49.8	52.9	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.4
<b>BRIC</b>	50.1	48.7	49.1	50.9	51.7	52.0	51.5	51.5	50.9	51.0	50.8	50.8	50.7	51.1	51.8	51.3

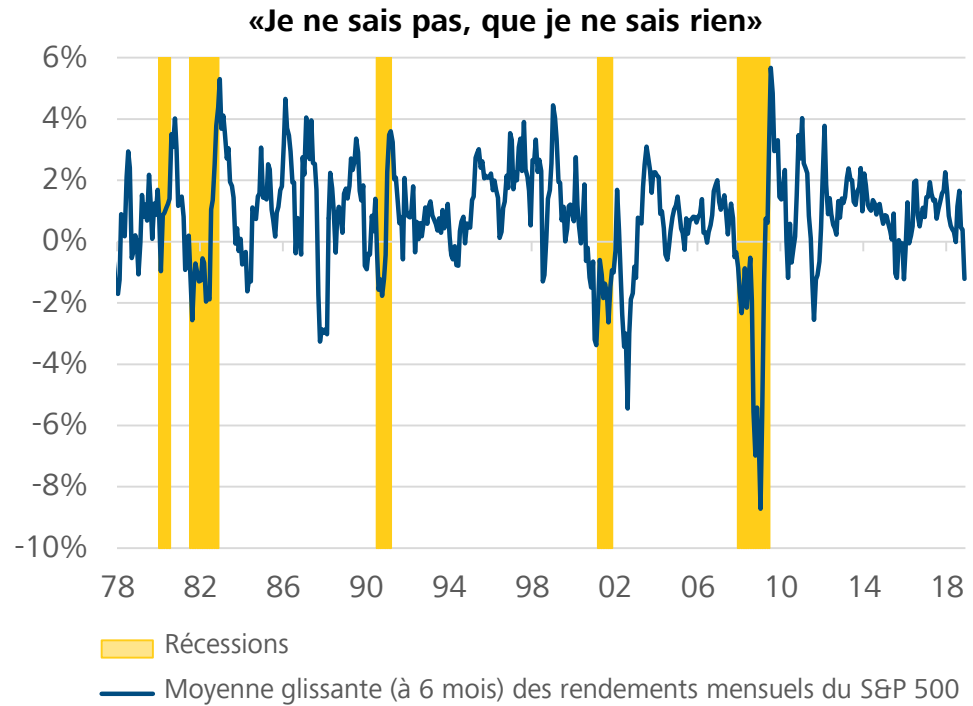
Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

# Les bourses en savent-elles plus?

## Performance 2018\*

Nasdaq	-4%
Dow Jones	-6%
SMI	-10%
Nikkei	-12%
FTSE 10	-12%
Hang Seng (HK)	-14%
Euro Stoxx 50	-14%
DAX	-18%
CSI 300 (Chine)	-25%

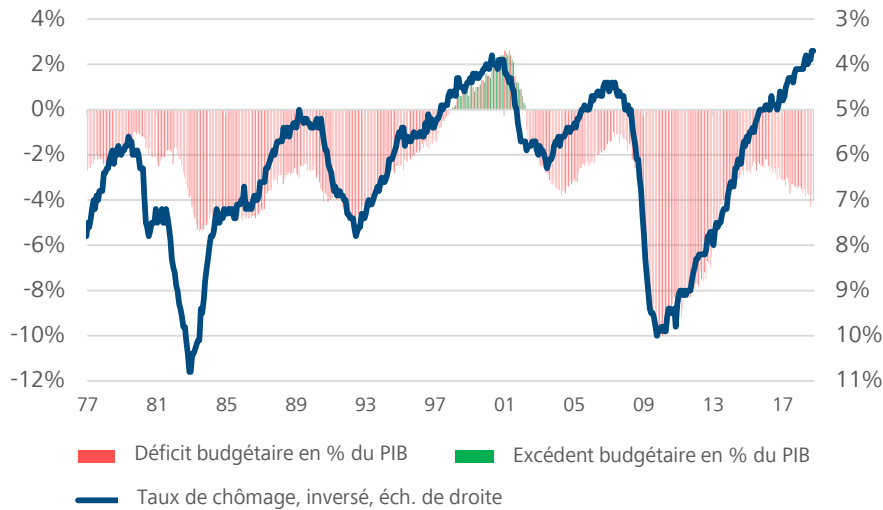
\*en monnaie locale, sans considération des dividendes



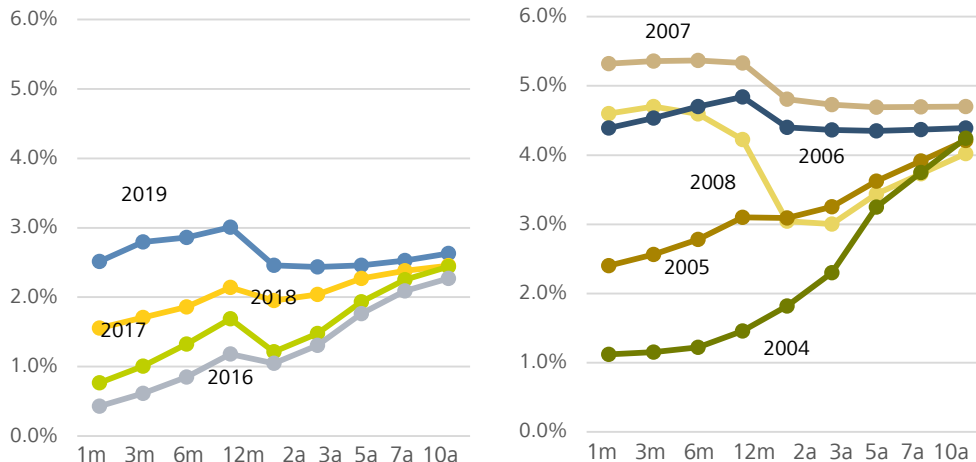
Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

# USA – Le moteur fonctionne-t-il encore?

## Politique fiscale procyclique



## La courbe de taux américaine avant l'inversion (taux d'intérêt en début d'année)



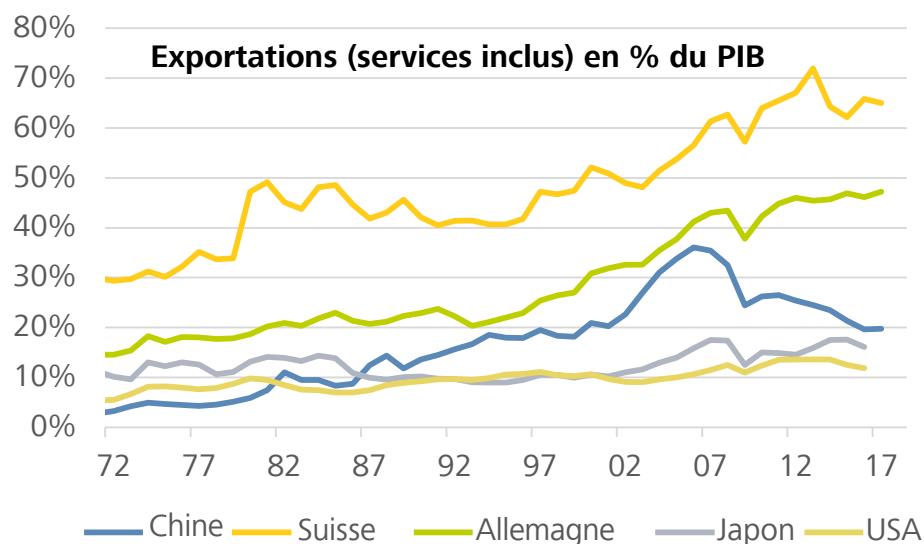
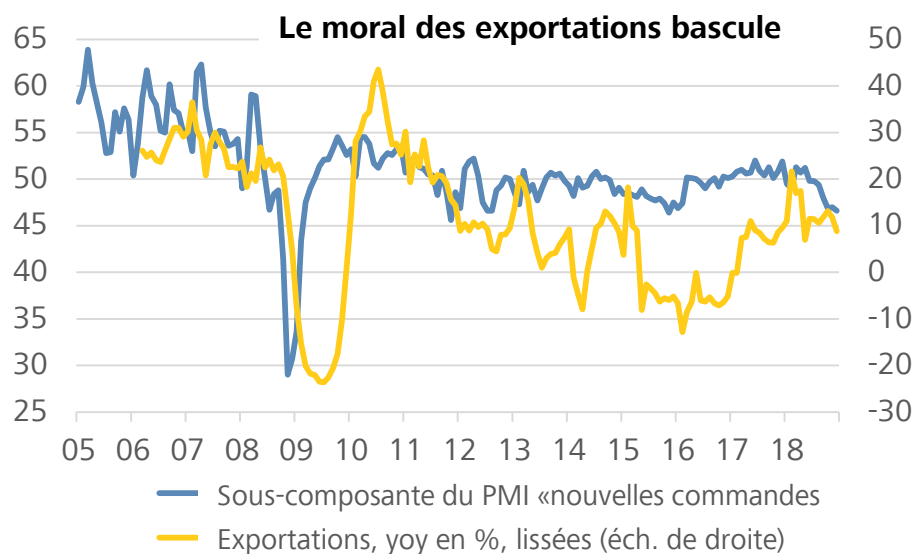
Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

	2016	2017	2018 p	2019 p
<b>PIB</b>	1.5%	2.3%	2.8%	2.2%
<b>Inflation</b>	1.3%	2.1%	2.4%	2.2%
<b>Taux de chômage</b>	4.9%	4.4%	3.9%	3.6%

- L'économie américaine reste toujours robuste, grâce notamment à la politique fiscale expansive. Dans les phases de croissance économique, le déficit budgétaire n'a jamais été aussi élevé (4% du PIB en 2018).
- Mais la peur d'un ralentissement notable de la croissance augmente. Le rendement à 10 ans a baissé de 3,2% à 2,6% malgré les neuf hausses de taux par la Fed.
- **Nous n'attendons pas (encore) de récession.** Dans l'économie réelle, contrairement à avant la crise immobilière de 2007 / 2008, on ne constate aucune exagération. Celles-ci se voient plutôt cette fois-ci sur les marchés financiers, ce qui constitue également un risque potentiel pour l'économie.



# La Chine préoccupe de nouveau les marchés financiers



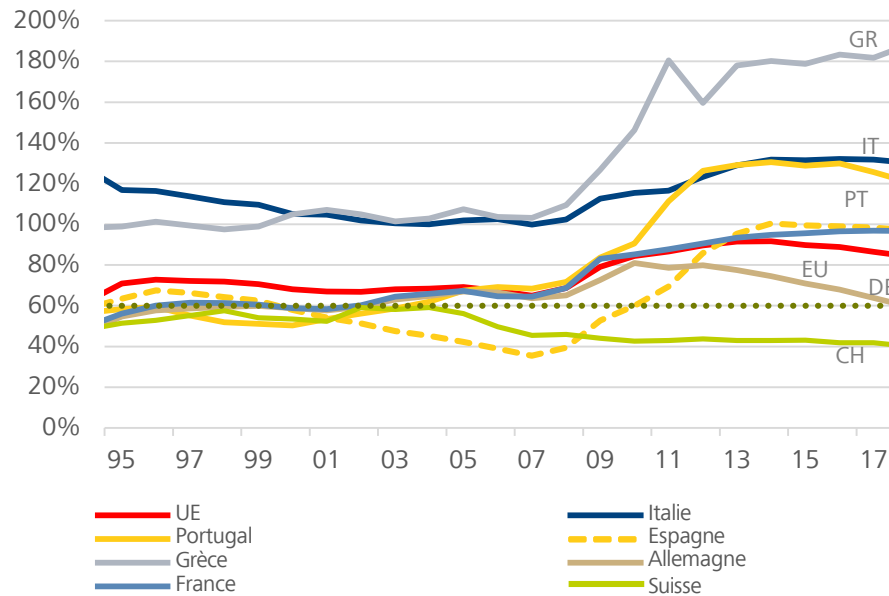
Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

	2016	2017	2018 p	2019 p
<b>PIB</b>	6.7%	6.9%	6.6%	5.9%
<b>Inflation</b>	2.0%	1.6%	2.1%	2.4%

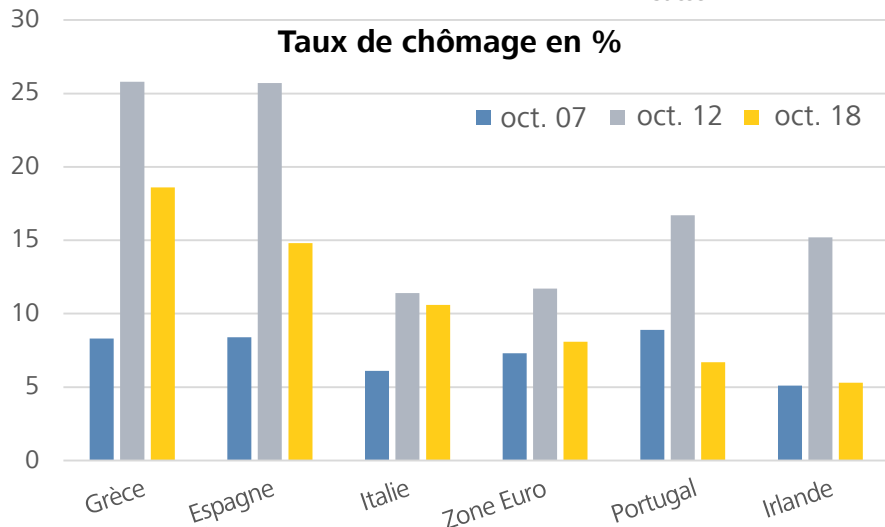
- Les exportations de la Chine vers les USA se montent à plus de 500 mia d'USD dont **la moitié est désormais soumise à des droits de douane** (25% de droits sur 50 mia et 10% de droits sur 200 mia d'USD). Une nouvelle escalade de la situation n'est pas exclue.
- Dans le cas des marchandises qui sont concernées par les droits de douane, la **dynamique d'exportation s'est nettement ralentie récemment** et les **entreprises chinoises font état d'un recul des commandes à l'exportation**. Il se dessine ainsi également une baisse des exportations totales.
- La Chine est moins dépendante de ses exportations que ce qui a été considéré jusqu'ici. **Le pays est confronté à d'autres chantiers, parallèlement à la guerre commerciale**. La **misérable évolution du marché des actions** témoigne d'un climat de défiance envers le gouvernement. En outre, la **bulle du crédit** devient toujours plus importante. Avec 300% du PIB, l'endettement total est presque aussi important qu'aux USA et dans la zone euro (350%) et ce, en même temps, avec un niveau de richesse nettement inférieur.

# La zone euro est-elle stabilisée?

La décennie perdue de l'Europe



Taux de chômage en %



Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

	2016	2017	2018 p	2019 p
PIB	1.8%	2.4%	1.9%	1.5%
Inflation	0.2%	1.5%	1.7%	1.6%
Taux de chômage	10.0%	9.1%	8.3%	7.9%

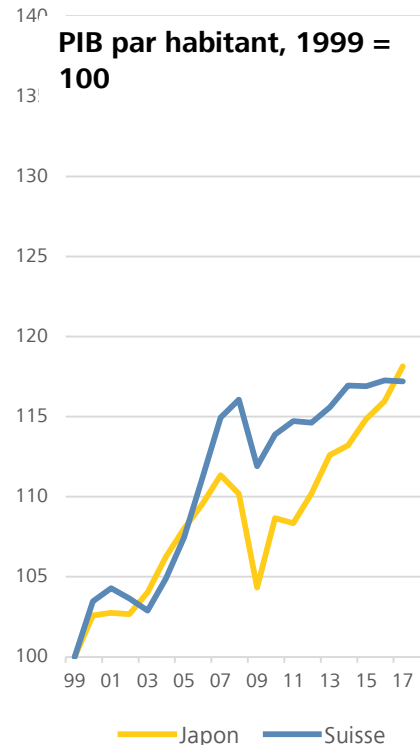
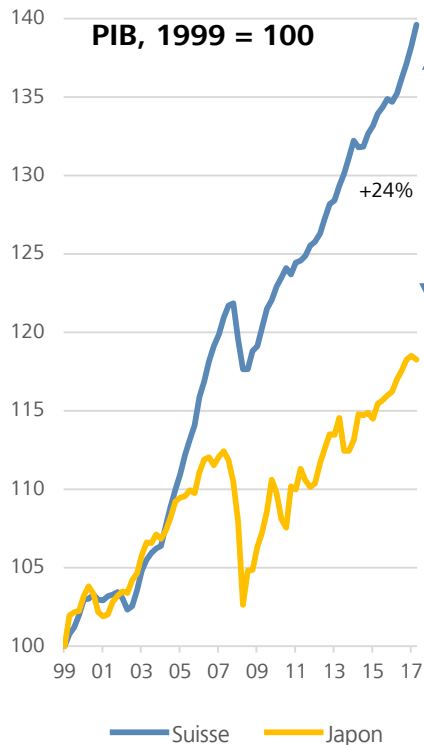
PIB

Inflation

Taux de chômage

- Dix ans après l'apparition de la crise financière, on peut faire le constat que la zone euro a **perdu une décennie**.
- Dans certains pays, dont le Portugal et l'Irlande, le taux de chômage est certes revenu au niveau d'avant la crise, voire en-dessous. **En Espagne, en Italie mais aussi en France, le marché de l'emploi se trouve toujours dans une situation difficile.** A part l'Allemagne, pratiquement aucun pays n'a utilisé la croissance économique pour remettre à flot les finances de l'Etat. **Les critères de Maastricht sont devenus une farce.**
- Les indicateurs avancés, en particulier les indices des directeurs d'achat, se sont **nettement détériorés** dernièrement. C'est également une menace pour l'industrie suisse.
- Cette année, une première hausse des taux par la BCE est attendue. Nous sommes toutefois toujours d'avis que la **BNS ne peut pas compter obtenir une réassurance**. La différence d'intérêt n'est qu'un argument sans envergure.

# L'importance du Japon pour l'économie mondiale diminue



Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

	2016	2017	2018 p	2019 p
<b>PIB</b>	0.9%	1.7%	1.1%	0.9%
<b>Inflation</b>	-0.1%	0.5%	1.0%	1.1%

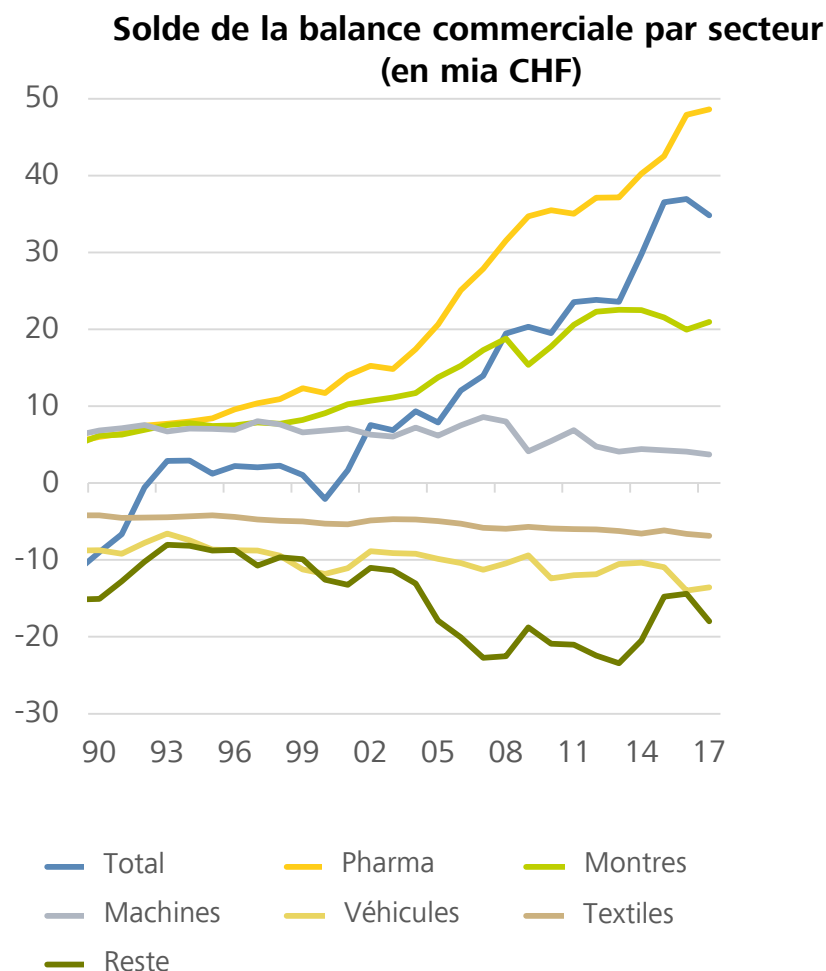
- Au T3 2018, la **croissance négative de -0,3%** par rapport au trimestre précédent a surpris par ses **contributions négatives à la croissance**. Les exportations et les investissements ont affiché une dynamique nettement plus faible.
- Les conflits commerciaux mondiaux et la forte monnaie pèsent sur la croissance.
- La croissance du PIB par habitant a continué d'augmenter en raison du recul de la population. Mais la production économique absolue **accuse un retard considérable par rapport aux autres pays industrialisés**.
- Le Japon ne contribue par conséquent que très peu à la croissance mondiale et rien ne changera en 2019 – malgré la poursuite de la politique monétaire toujours ultra accommodante.

---

# 3 Suisse: bilan mitigé de l'essor économique

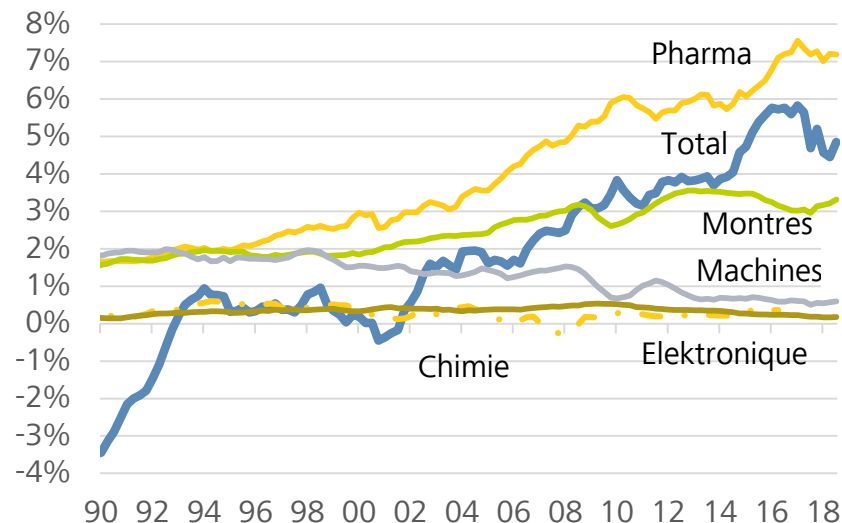
---

# Dépendance toujours forte au secteur pharmaceutique

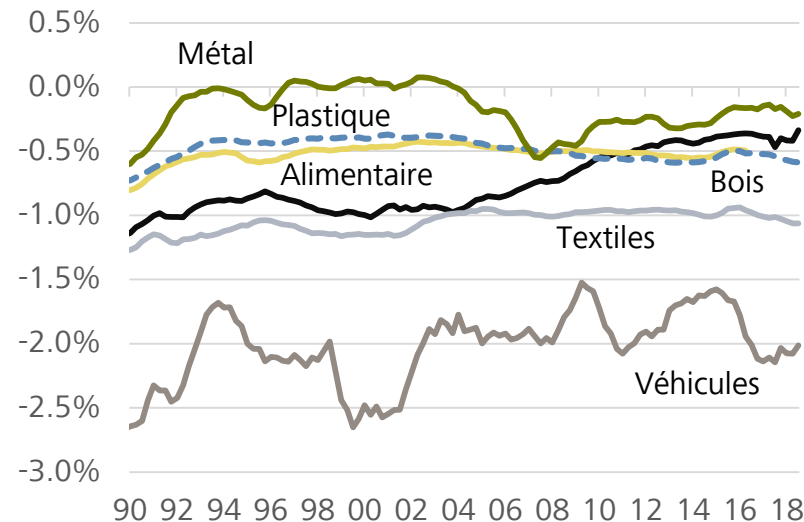


Sources: OFS, Raiffeisen Research

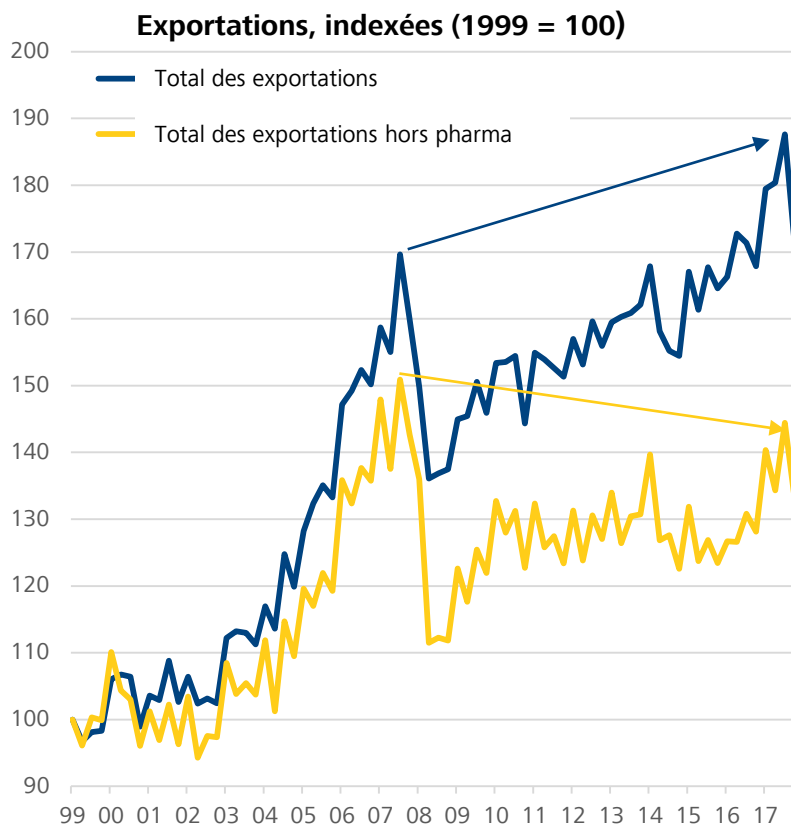
## Secteurs avec un solde **positif** de la balance commerciale (en % du PIB)



## Secteurs avec un solde **négalif** de la balance commerciale (en % du PIB)



# L'industrie a tout juste récupéré



## Evolution des exportations (T3 2018 par rapport au T2 2008)

	en mio CHF	en %
<b>Total des exportations</b>	<b>+567</b>	<b>+1%</b>
<b>Total des exportations hors pharmaceutique</b>	<b>-4'537</b>	<b>-12%</b>
Pharma	+5'104	+34%
Alimentaire	+452	+24%
Montres	+390	+4%
Textiles	-2	0%
Chimie	-623	-13%
Electronique	-526	-19%
Métal	-852	-20%
Plastique & verre	-351	-23%
Machines	-2'494	-33%
Véhicules	-700	-36%
Bois, papier et imprimerie	-643	-55%
Divers	+812	+38%

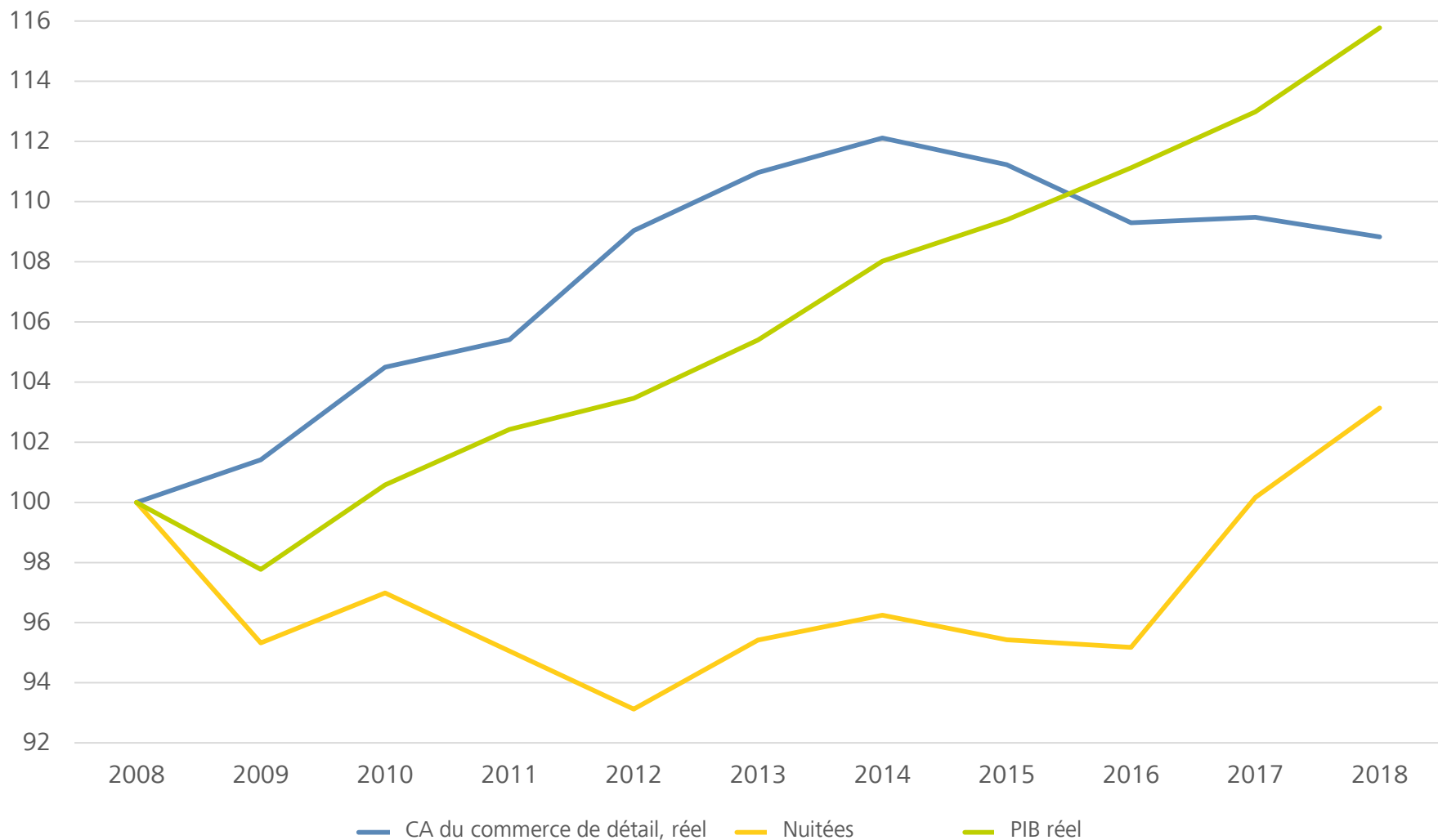
## Exportations par secteur, indexé (T2 2008 = 100)

	Total	Pharma	Total ex. Pharma	Montres	Machines	Chimie	Métal	Electronique	Alimentaire
Eté 2008	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Basculement fin 2009	85.4	96.3	81.2	88.6	70.3	78.5	66.4	90.8	103.5
Avant le choc du franc	99.0	115.5	92.6	116.7	74.5	78.4	75.4	77.4	123.9
Basculement fin 2015	91.1	116.4	81.2	99.9	64.2	72.4	68.2	72.9	113.8
Aujourd'hui (T3 2018)	101.1	134.1	88.3	104.1	66.8	86.9	80.2	80.7	123.9

# La croissance de l'emploi n'est pas homogène

	<b>1991</b>	Part en %	<b>2018</b>	Part en %	<b>Evolution depuis 1991</b>	
					<b>absolu</b>	<b>en %</b>
Total	3'354'264		3'953'043		598'778	18%
Secteur manufacturier	787'393	23%	623'483	16%	-163'910	-21%
Santé et services sociaux	260'959	8%	513'888	13%	252'929	97%
Commerce de détail et de gros	563'026	17%	511'535	13%	-51'492	-9%
Services indépendants et techniques	198'752	6%	352'003	9%	153'251	77%
Autres services économiques	88'454	3%	243'103	6%	154'649	175%
Education et enseignement	141'200	4%	225'857	6%	84'657	60%
Hôtellerie-Restaurant	224'493	7%	192'645	5%	-31'848	-14%
Administration publique	121'198	4%	162'280	4%	41'082	34%
Reste (notamment les services)	968'789	29%	1'128'249	29%	159'459	16%

# Le tourisme a pu en profiter, le commerce de détail non



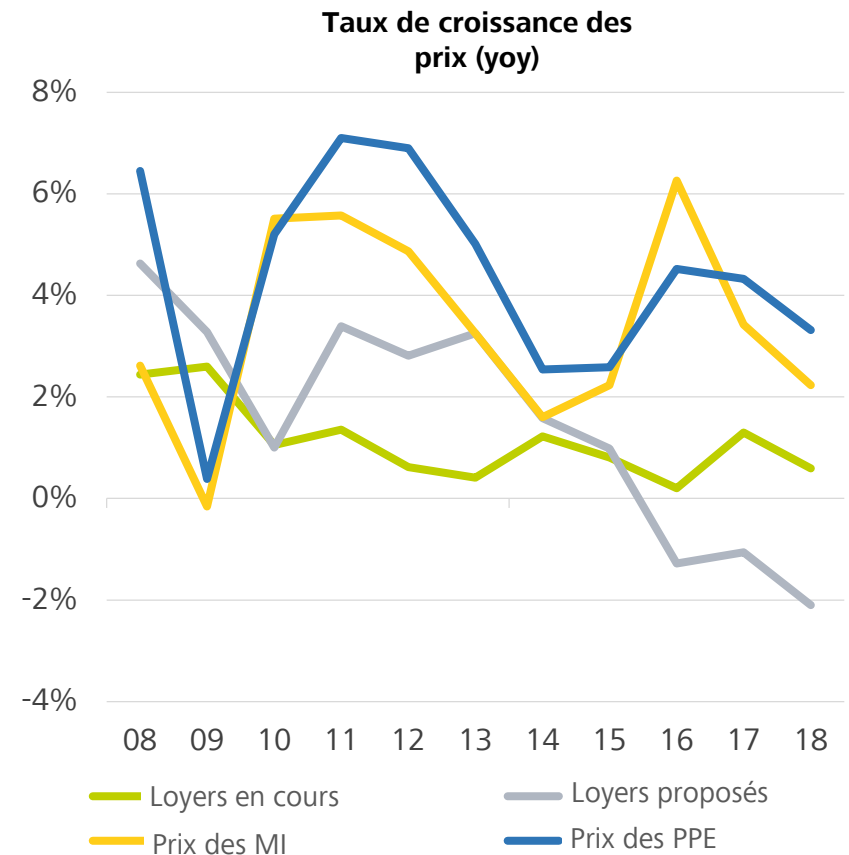
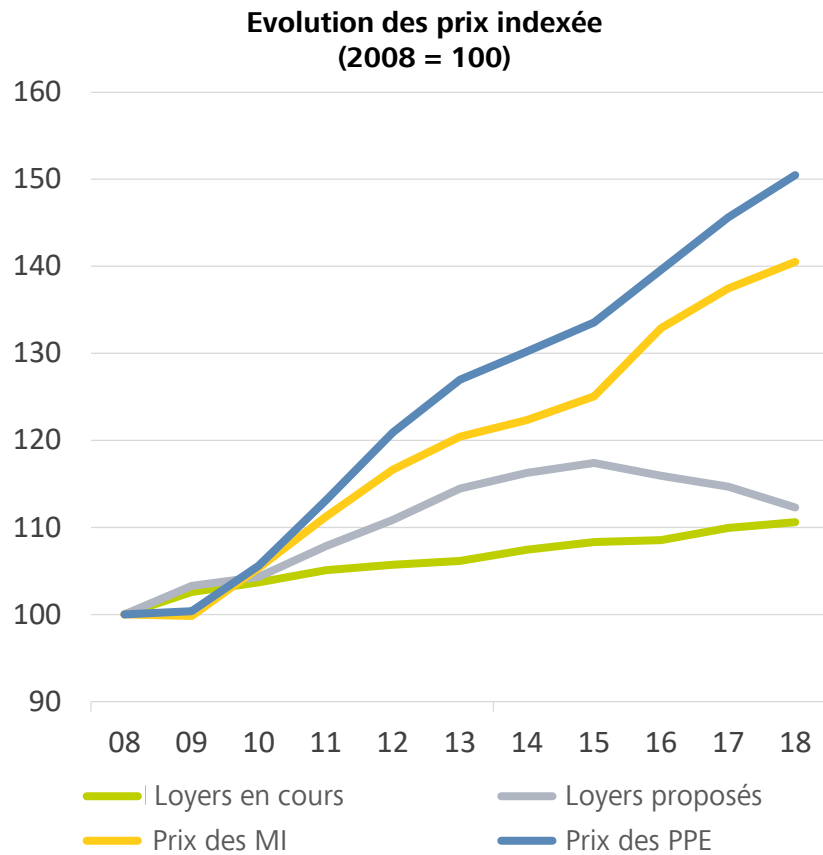


---

# 4 Marché de l'immobilier

---

# Atterrissage en douceur dans le segment de la propriété



Source: Raiffeisen Research

# Logements en propriété: des prix records, les avertissements en sourdine

1. Les taux bas garantissent certes une capacité financière effective, mais la capacité financière indicative et les réglementations plus sévères empêchent cependant l'accès à la propriété du logement à la plupart des gens.
2. L'offre a réagi. Les acquisitions nettes de nouveaux objets en propriété se situent désormais nettement en-dessous des niveaux records.
3. Le segment haut de gamme du marché du logement en propriété montre des signes de ralentissement depuis longtemps, la demande évoluant fortement vers des emplacements moins onéreux.
4. Les renoncements sous toutes leurs formes de la part de propriétaires potentiels sont courants de nos jours.
5. La forte croissance de l'offre sur le marché des logements locatifs mène à une détente, mais pas là où les logements sont les plus recherchés.

## Conclusion

l'atterrissage en douceur du marché du logement en propriété a toujours été notre scénario principal et il est définitivement en cours.

# Les logements locatifs font les gros titres



# NLV n'est «qu'un» indicateur

	Nombre de logements vacants	Croissance de la population (à court terme)	Croissance de la population (à long terme)	Autorisations de construire
Au (SG)	4.92%	1.06%	1.21%	1.80%
Buchs (AG)	4.91%	0.14%	2.40%	0.81%
Küsnacht (ZH)	4.26%	0.80%	0.83%	0.28%
Obfelden	4.24%	4.20%	1.43%	0.35%
Aarburg	4.20%	2.65%	1.96%	0.00%
<b>Suisse</b>	<b>1.62%</b>	<b>0.77%</b>	<b>1.15%</b>	<b>0.61%</b>

Sources: OFS, Documedia, Raiffeisen Research

# Indicateurs supplémentaires

## Indicateurs de l'offre

- Taux de l'offre (relatif / absolu)
- Demandes de permis de construire (relatif / absolu)
- Autorisation de construire (relatif / absolu)
- Projets de construction (relatif / absolu)
- Changements respectifs

## Indicateurs de la demande

- Nombre d'abonnements de recherche
- Croissance attendue de la population
- Mesure de la prospérité (revenu, patrimoine)

## Indicateurs de performance du marché

- Durée de publication
- Niveau des loyers ou écart entre nouveau et ancien
- Dynamique de la croissance des loyers
- Nombre de logements vacants

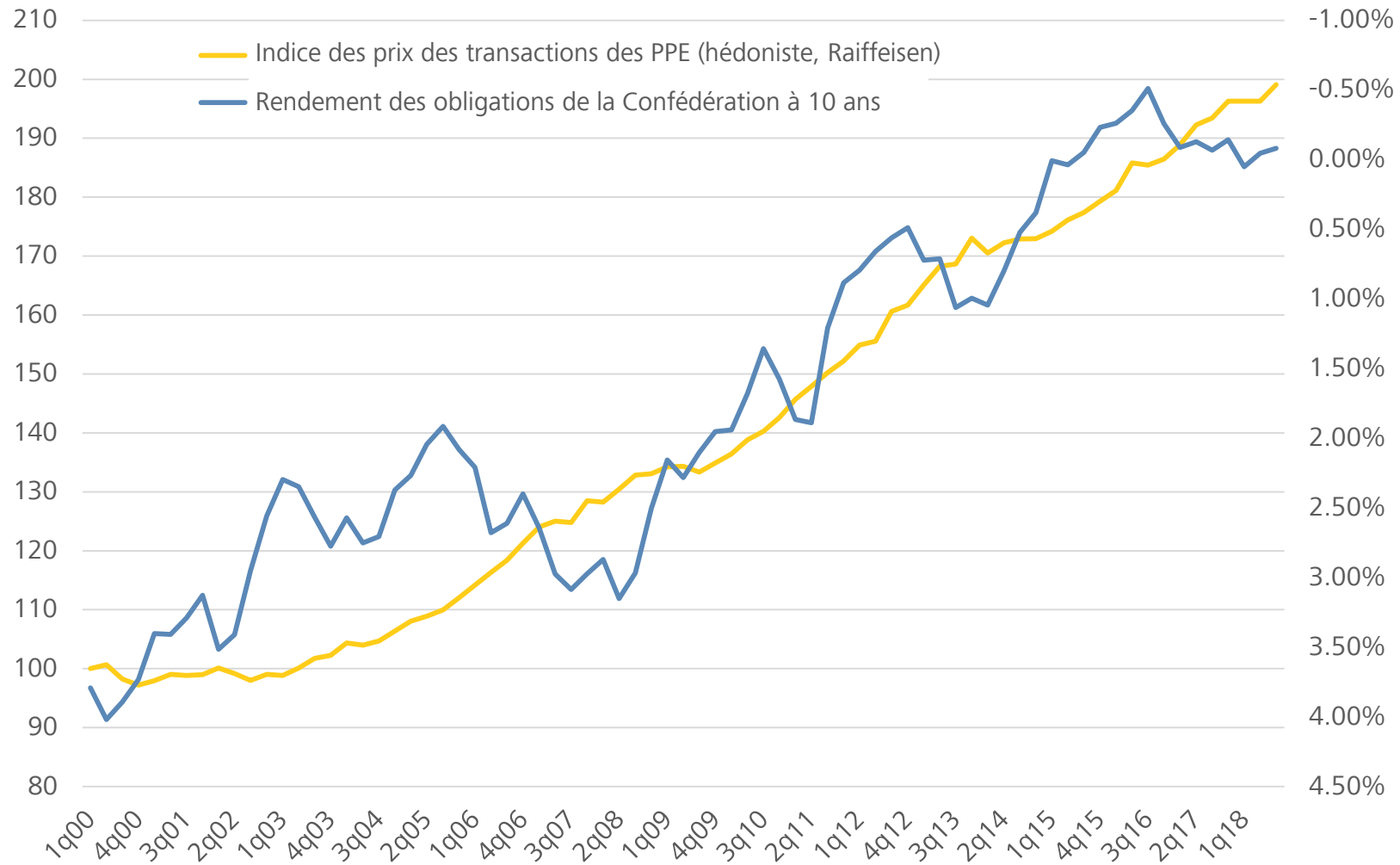
# Logements locatifs: mise en garde généralisée

1. Un chiffre de logements vacants a mis en émoi les acteurs du marché.
2. On peut interpréter le taux de 1,6% (il est en fait plutôt à 2%) aussi autrement: la forte croissance de l'offre sur le marché des logements locatifs mène à une détente, mais pas là où les logements sont les plus recherchés.
3. Toutefois, la production de logements locatifs s'adapte déjà à la modification des conditions de marché. Les demandes de permis de construire sont globalement en recul, y compris la réserve de travail dans le secteur principal de la construction.
4. Dans de nombreuses communes, le nombre de logements vacants a atteint des valeurs critiques en ce qui concerne les logements locatifs, ce qui rend l'absorption difficile et crée une concurrence sans merci.
5. Les rendements de départ sur le marché du logement marquent certes de nouveaux plus bas historiques, mais la marge de rendement reste le vrai facteur décisif pour les investisseurs institutionnels.
6. Le marché est dominé par une rationalité lucide et non par la cupidité spéculative.
7. La majorité d'entre eux sont des investisseurs professionnels qui peuvent tout à fait supporter un certain pourcentage de vacance. Une croissance de 2% de taux de vacance implique une baisse de rendement de 3,4 points de base!

## Conclusion

l'atterrissage en douceur du marché des logements locatifs est en cours et s'accompagne de risques (offre excédentaire, acteurs non professionnels sur le marché, ou mauvaise interprétation des signaux du marché), mais il convient de les évaluer de manière différenciée.

# Le vrai moteur des prix est la politique monétaire



Sources: Bloomberg, Raiffeisen Research

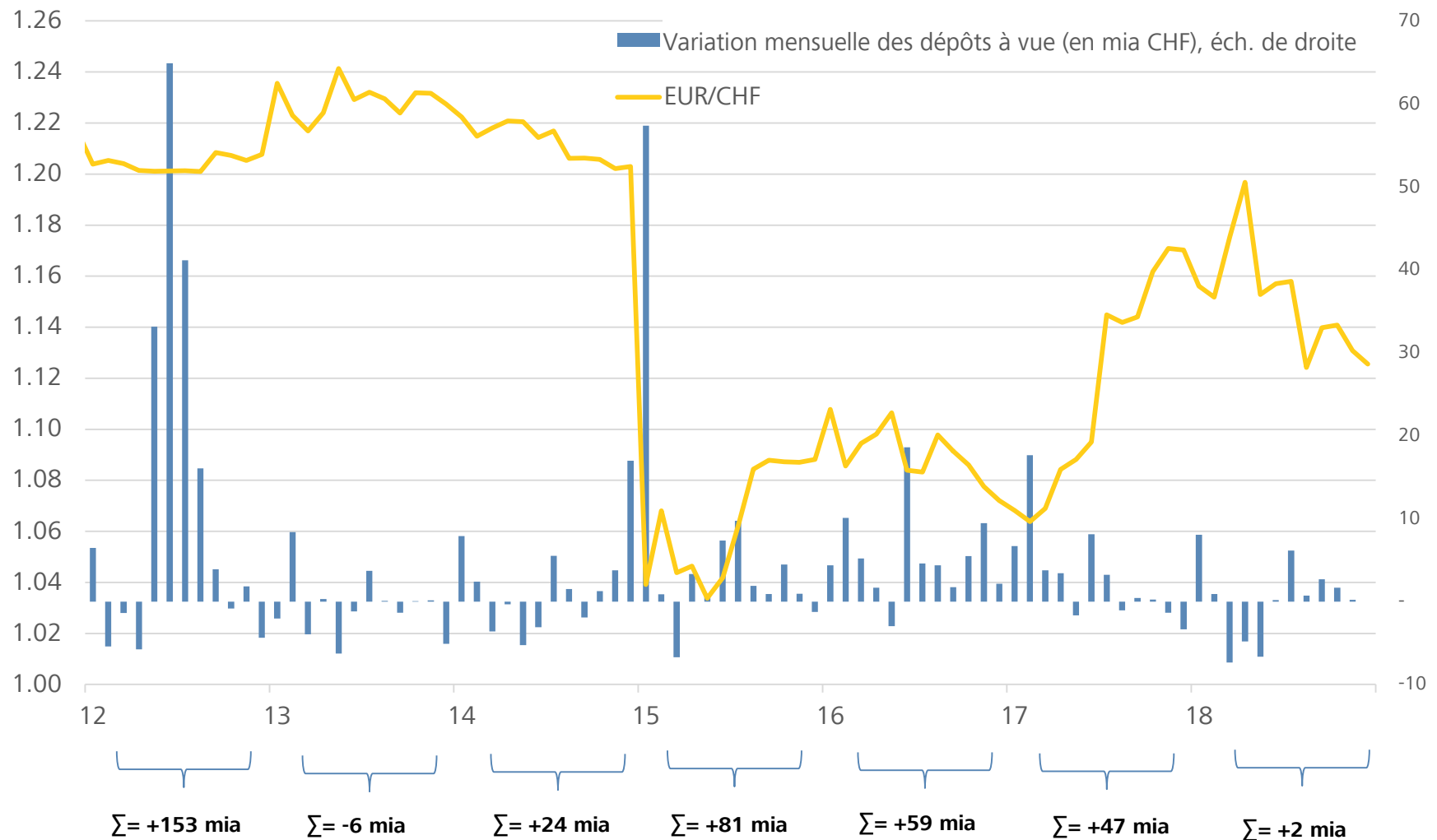


---

# 5 Problématique du taux de change

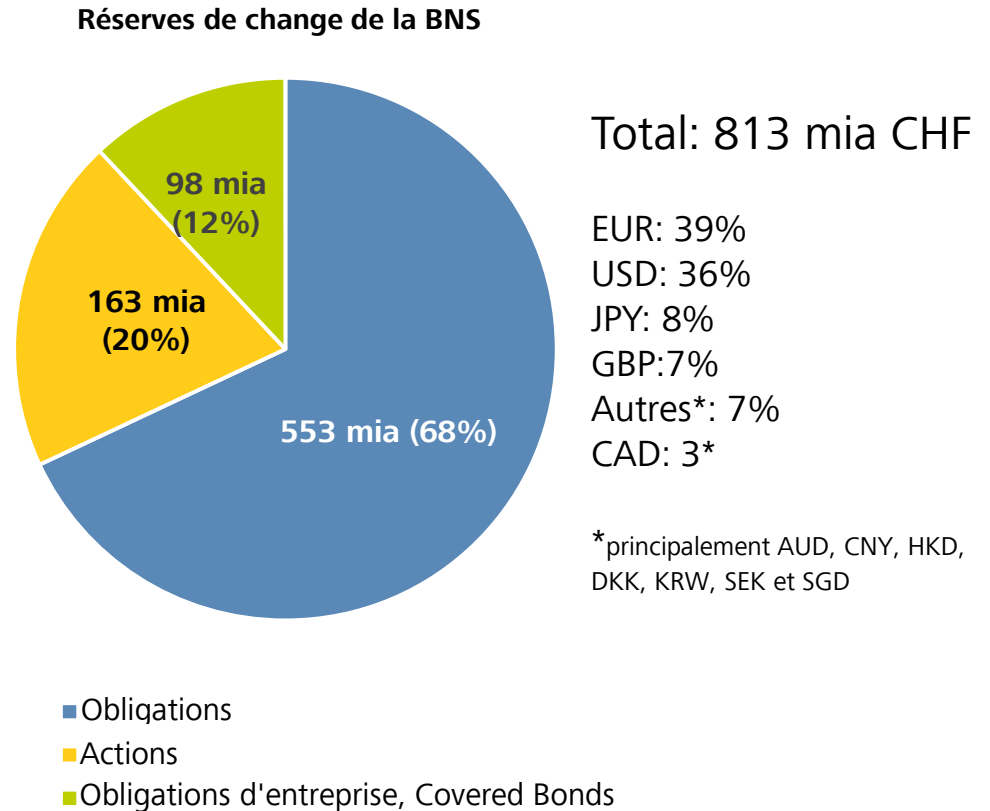
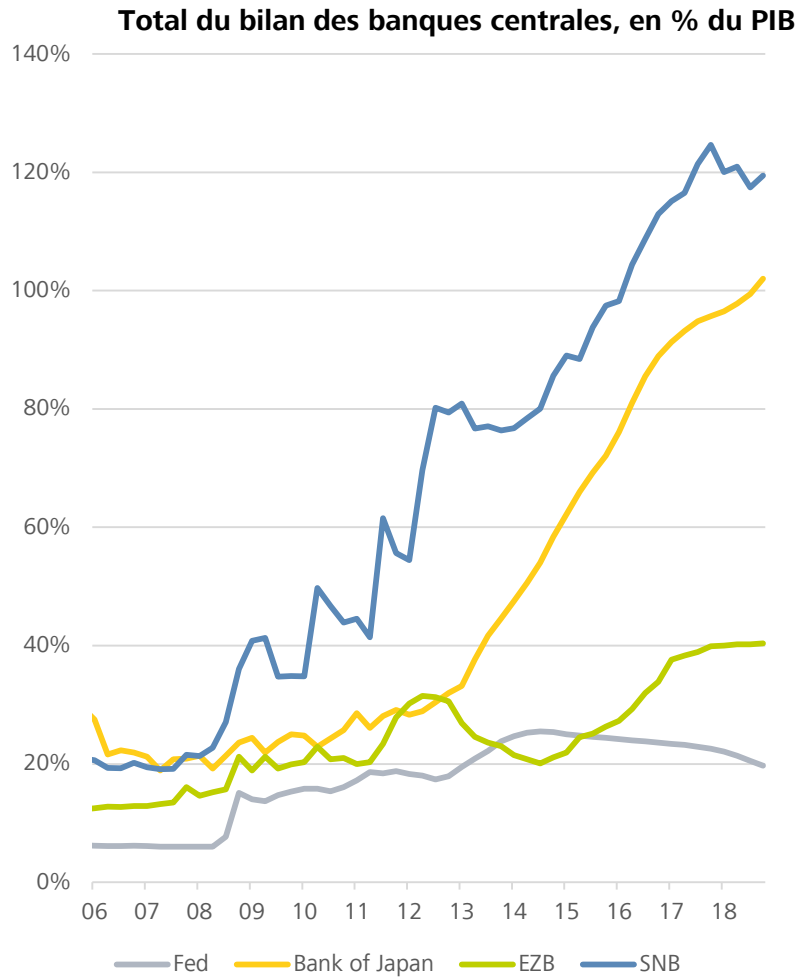
---

# Les taux d'intérêt négatifs n'ont pas suffi à eux seuls



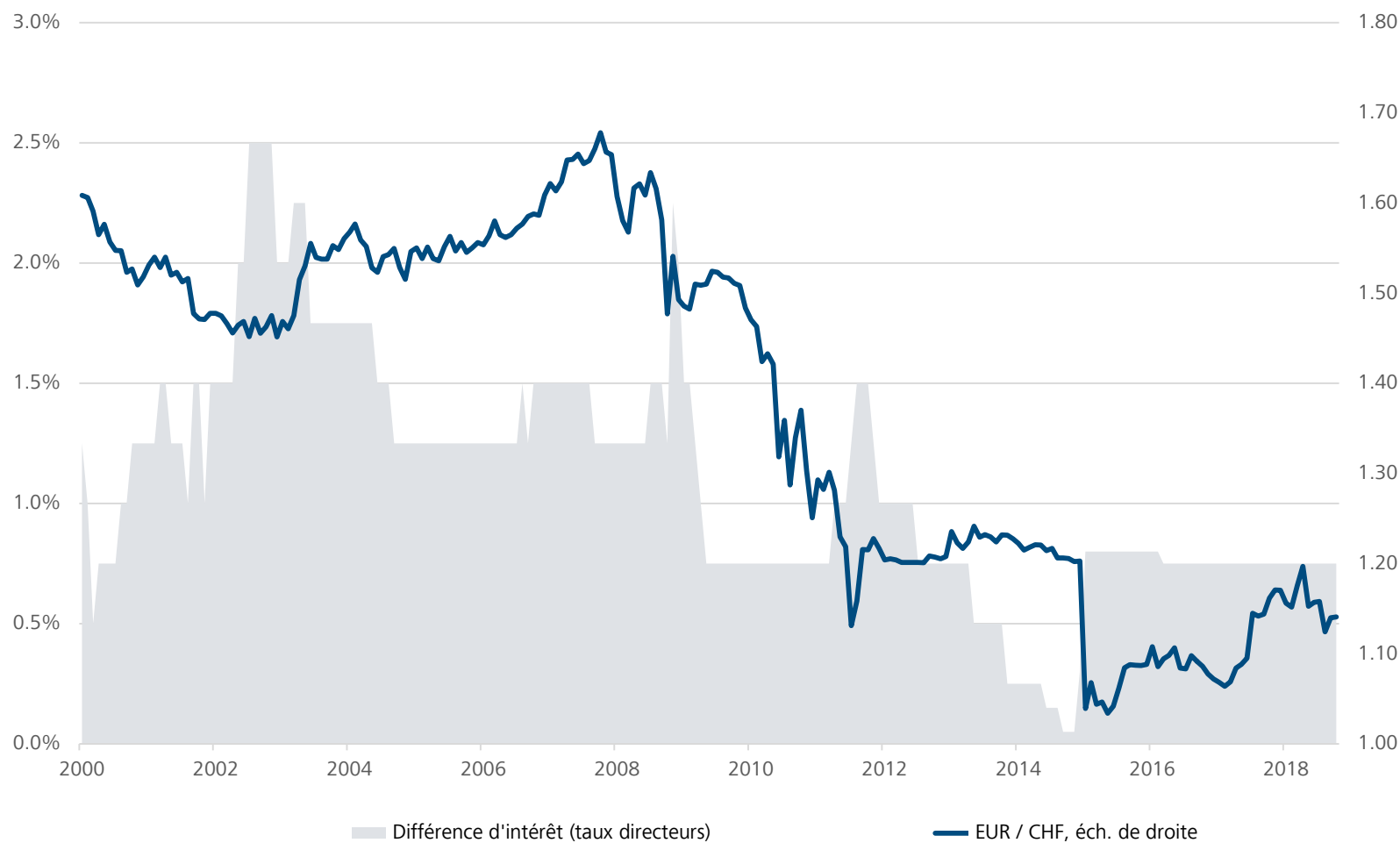
Sources: Bloomberg, BNS, Raiffeisen Research

# Effets secondaires des instruments de politique monétaire



Sources: Bloomberg, BNS, Raiffeisen Research

# La différence d'intérêt explique de moins en moins la force du franc



Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse

---

# 6 Prévisions

---

# Prévisions détaillées

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>PIB réel, variation en %</b>	<b>1.9</b>	<b>0.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1.2</b>
Consommation privée	2.6	1.3	1.7	1.5	1.2	1.0	0.9
Consommation publique	2.3	2.2	1.1	1.2	0.9	1.0	0.8
Investissements en biens d'équipement	-1.0	2.8	2.8	5.3	4.6	2.9	1.5
Investissements dans la construction	3.3	3.1	1.5	0.4	1.3	1.2	0.5
Exportations	0.0	5.2	2.4	7.0	3.8	1.4	0.6
Importations	1.5	3.3	2.8	4.7	4.2	2.1	1.3

<b>Taux de chômage en %</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>
-----------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

<b>Inflation en %</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
-----------------------	-------------	------------	-------------	-------------	------------	------------	------------

	2015	2016	2017	2018	in 12M
<b>Intérêts</b>					
Libor à 3 mois	0.00	-0.73	-0.75	-0.75	-0.75
10 ans	0.00	-0.18	-0.15	-0.30	-0.10

<b>Taux de change</b>	2015	2016	2017	2018	in 12M
EUR/CHF	1.09	1.07	1.17	1.13	1.09
USD/CHF	1.00	1.02	0.98	0.98	0.96