

L'économie mondiale devrait rester solide

La hausse réelle de l'économie mondiale devrait être de 3% en 2018. La conjoncture des pays émergents sera nettement plus favorable que celle des pays industrialisés. L'inflation mondiale ne devrait pas beaucoup fluctuer, même si elle est un peu plus élevée dans les pays industrialisés et un peu plus faible dans les pays émergents.

Au T4, les économies des USA, de la ZE et de la Suisse ont progressé au même rythme. Le R-U et le Japon ont fait office de retardataires dans la croissance économique, la faiblesse de la Grande-Bretagne étant vraisemblablement due au Brexit.

Le secteur manufacturier passe à la vitesse supérieure

Les pays de l'OCDE ont affiché une plus forte dynamique dans la production issue du secteur manufacturier depuis l'automne 2016, le taux affichant 3,4%. L'indice des directeurs d'achat mondial indique que la bonne conjoncture industrielle persistera au moins jusqu'au mois de mai (cf. graphique 2).

Une croissance des salaires seulement modérée

Depuis son niveau record de 17,1% fin 2009, le taux de chômage au sein de l'OCDE a chuté pour s'établir à 11,8% à l'heure actuelle. Même si la croissance des salaires a atteint 2,9% depuis août 2017, elle est malgré tout relativement faible en comparaison. Début 2008, le taux de chômage était à peu près aussi élevé, mais la croissance des salaires à 3,8% était nettement supérieure (cf. graphique 3). Nous pensons que le taux de chômage continuera de baisser, stimulé notamment par les régions où il est encore élevé. La croissance des salaires devrait donc se poursuivre.

L'inflation sous-jacente n'a pas encore beaucoup évolué

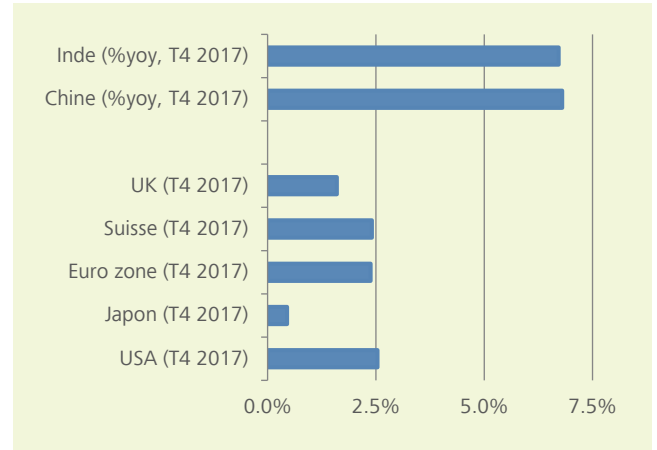
La hausse de l'inflation au sein de l'OCDE depuis 2015 est surtout due aux prix accrus de l'énergie. Sans tenir compte des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, l'inflation sous-jacente est demeurée dans l'étroite fourchette de 1,6% à 1,9%. Les salaires croissants devraient donc stimuler l'inflation sous-jacente, à notre avis. Le taux d'inflation global devrait donc être aussi élevé en 2018 qu'en 2017, les prix de l'énergie pouvant baisser en 2018.

Conséquences sur la politique monétaire

Au vu du taux de chômage toujours en baisse et de l'inflation sous-jacente se rapprochant lentement, mais sûrement des 2%, nous tablons sur une normalisation de la politique monétaire mondiale. Pour la Fed, cette situation signifie une poursuite de la suppression des portefeuilles d'obligations et davantage d'augmentations graduelles des taux directeurs. Pour la BCE, 2018 sera l'année de la réduction, puis de l'arrêt des achats obligataires. L'Europe affiche un taux de chômage encore plus élevé et une inflation sous-jacente nettement plus faible qu'aux USA.

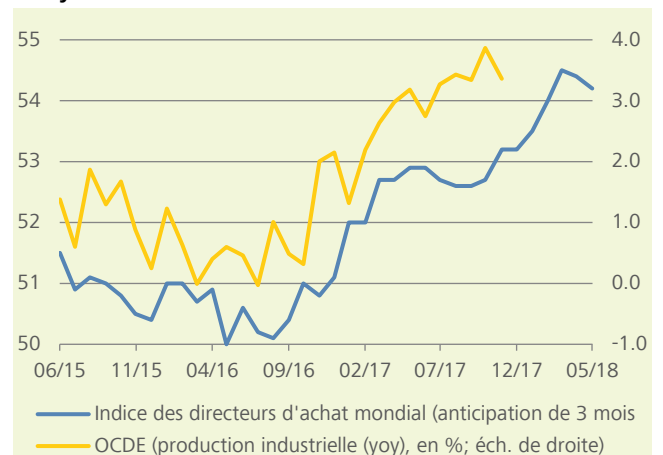
L'économie mondiale se redresse un peu partout

Taux de croissance



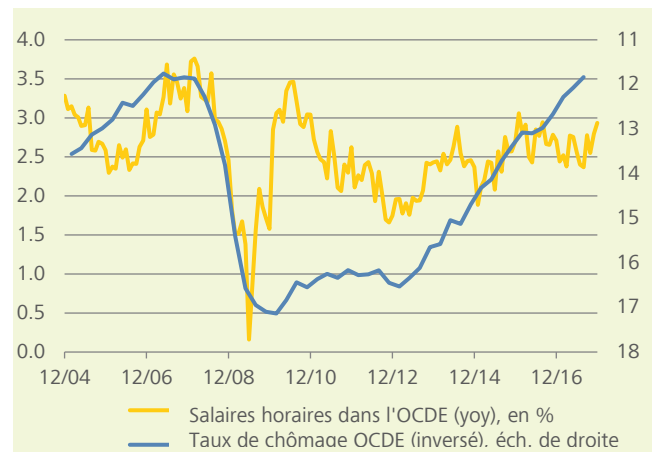
Sources: Datastream, Vontobel Asset Management

Le dynamisme de l'industrie devrait se maintenir



Sources: Datastream, Vontobel Asset Management

Le chômage en baisse n'exerce toujours pas de pression sur les salaires



Sources: Datastream, Vontobel Asset Management

Gros plan: la réforme fiscale américaine attise l'endettement public

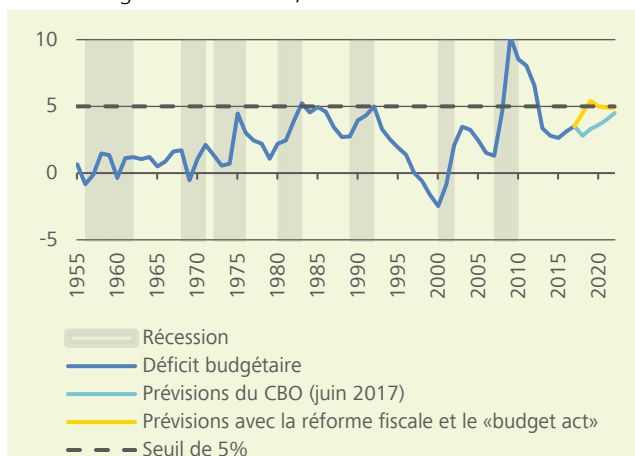
Les allègements fiscaux et le compromis budgétaire ont fait grimper le déficit budgétaire à des sommets atteints, par le passé, pendant ou juste après des phases de récessions. Cela bénéficie certes à l'économie, avec, en revanche, une inflation plus élevée, et une dette publique plus importante.

Dans le courant de l'année, le déficit budgétaire américain devrait atteindre près de USD 900 mia cette année suite à l'adoption de la réforme fiscale en décembre et à celle du projet de loi budgétaire en février dernier. L'allègement fiscal augmente le déficit budgétaire d'environ USD 200 mia et la loi budgétaire d'environ USD 100 mia. Il serait tombé à 2,8% du produit intérieur brut (PIB) en 2018, selon les prévisions du CBO (Congressional Budget Office) sans ces deux éléments.

Le déficit budgétaire atteint 4,5% du PIB, en raison de l'allègement fiscal et de la loi budgétaire, il devrait dépasser la barre des 5% en 2019 et rester de l'ordre de 5% du produit intérieur brut d'ici 2027. Un tel cas de figure ne s'est produit que pendant ou après les récessions depuis (au moins) le milieu des années 1950, dont par exemple en 1983 et 192 sous la présidence de Ronald Reagan, et pendant et après la crise financière de 2008 à 2012 (cf. graphique 1). Le déficit élevé devrait stimuler quelque peu la croissance économique cette année; c'est pourquoi nous tablons toujours sur des prévisions de croissance de 2,5%, tout en relevant nos prévisions d'inflation à 2,3% pour 2019 (cf. également conjoncture aux Etats-Unis).

Sommets record du déficit budgétaire suite à la réforme fiscale et la loi budgétaire

Déficit budgétaire américain, en % du PIB



Sources: BEA, CBO, JCT, Datastream, Vontobel Asset Management

Scénario du moteur conjoncturel qui toussote - pas souhaitable

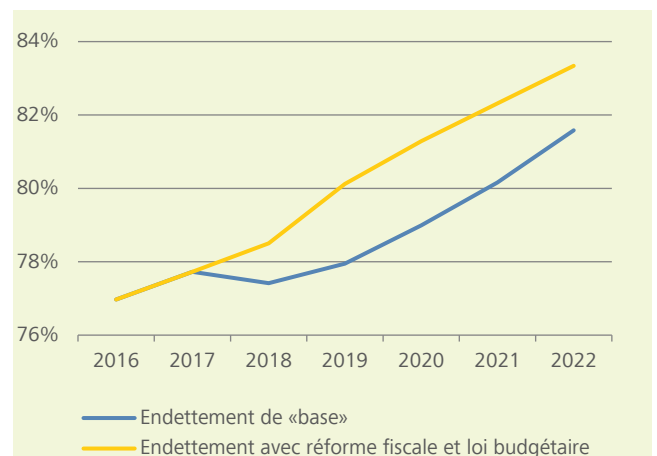
Revers de la médaille: le taux de la dette publique ne cessera de croître (cf. graphique 2), excluant l'endettement au niveau de toutes les autres agences fédérales. Selon la définition de la dette publique par l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) ou le Fonds monétaire international (FMI), le ratio est donc à peine 30 points de pourcentage plus élevé que la dette publique à proprement parler. D'après cette définition, les USA auraient atteint un niveau d'endettement de 113% d'ici 2027, donc presque celui de l'Italie, qui fait partie des mauvais élèves de la ZE en ces termes. La nervosité de certains acteurs sur les marchés obligataires ne surprend guère.

Scénario «Boucles d'or» - tout à fait préférable

A notre avis, les chances de voir les conditions «Boucles d'or» persister au moins au premier semestre 2018 sont assez bonnes. Cet environnement est favorable aux marchés des actions et des obligations d'entreprise. En revanche, les rendements des obligations d'Etat en provenance des pays piliers d'Europe risquent d'être mis sous pression, car les banques centrales ferment progressivement le robinet des liquidités et devraient ne serait-ce qu'envisager le début d'un durcissement de leurs politiques monétaires.

Endettement public continue à augmenter

En % du PIB US



Sources: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Suisse: accélération de la croissance à retardement

Nous avons relevé nos prévisions de croissance économique à 2,1% pour 2018 et prévoyons un taux d'inflation de 0,6%. Nous en concluons que l'euro se stabilisera à 1.20 d'ici la fin de l'année. Dans un tel environnement, la BNS ne devrait pas relever ses taux cette année.

Au T4 2017, le produit intérieur brut (PIB) réel était de 0,6% plus élevé. Les exportations ont fortement augmenté (+2,6%), et les importations nettement diminuées (-6,2%). Les exportations nettes ont donc largement contribué à la croissance économique. Malgré des investissements décevants, et en baisse, leur croissance s'est toutefois avérée solide au bout de trois trimestres (cf. graphique 1).

Le boom dans le secteur manufacturier se poursuit

La création réelle de valeur du secteur manufacturier a affiché une croissance solide de 4,5% en 2017, soit nettement supérieure à la croissance de l'économie générale (1,1%). Nous pensons que ce boom se poursuivra en 2018. C'est ce qui ressort de l'indice des directeurs d'achat élevé qui anticipe la création réelle de valeur (cf. graphique 2).

La consommation privée peine toujours

De manière générale, la croissance de la consommation privée a traîné par rapport à celle du produit intérieur brut (cf. graphique 1) au cours des 4 trimestres 2017. Malgré le faible taux de chômage, les taux de croissance à deux chiffres dans les offres d'emploi et le meilleur moral des consommateurs, la consommation peine (toujours) à trouver son rythme de croisière.

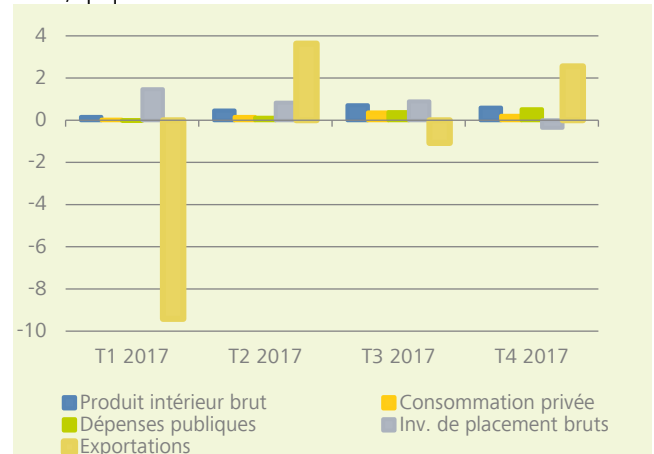
Nos meilleures prévisions de croissance du PIB à 2,1% s'expliquent avant tout par la bonne conjoncture dans le secteur manufacturier. La consommation privée devrait donc progressivement repartir.

Le franc faible entraîne une normalisation de l'inflation

Les prix à la consommation ont augmenté en février de 0,6% en glissement annuel. Conséquence du franc faible: les prix des marchandises et prestations importées ont augmenté de 1,7%. Bien qu'excluant les produits pétroliers, les prix pour les biens importés étaient encore trop chers de 1,2% (cf. graphique 3). En revanche, le renchérissement annuel des biens suisses reste très faible, avec un taux de 0,2%. Nous tablons donc sur une hausse du renchérissement à plus de 1% d'ici la fin de l'année. En revanche, nous ne devrions assister à aucune hausse des taux en 2018, ni de la part de la BNS, de peur d'assister à une réévaluation du franc, ni de la BCE. En moyenne annuelle, l'inflation devrait se stabiliser à environ 0,6%.

PIB soutenu par exportations nettes au T4

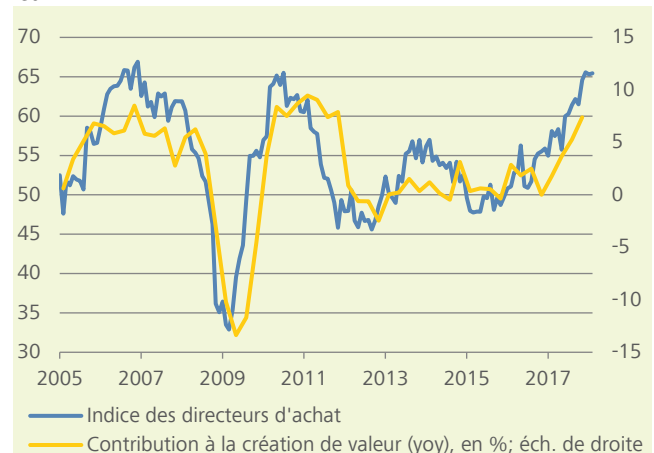
En %, qoq



Sources: SECO, Datastream, Vontobel Asset Management

Le secteur manufacturier fait un saut en avant

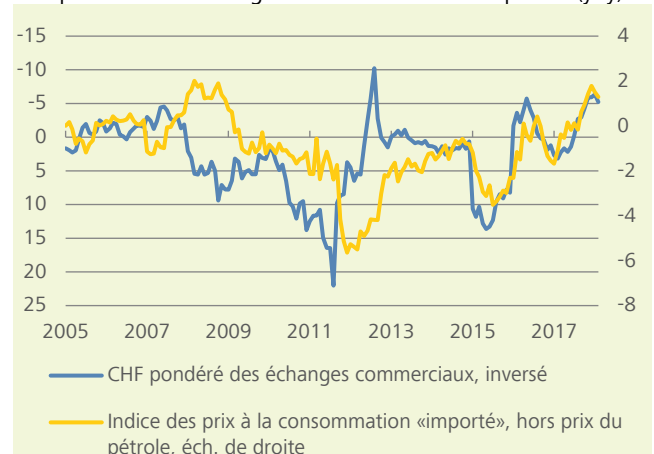
Indice des directeurs d'achat et contribution à la création de valeur



Sources: CS, SECO, Datastream, Vontobel Asset Management

CHF plus faible accroît l'inflation des biens importés

CHF pondéré des échanges comm. et inflation importée (yoy) %



Sources: BoE, KOF, OFS, Datastream, Vontobel Asset Management

Zone euro: une reprise économique toujours stable

Le moteur conjoncturel de la zone euro tournait à plein régime, y compris à la fin de l'année. Au T4, la croissance économique était certes légèrement plus faible qu'au trimestre précédent, mais la performance annuelle de 2017 a même dépassé celle des Etats-Unis avec 2,5%. Une fois de plus, le commerce extérieur a stimulé la croissance.

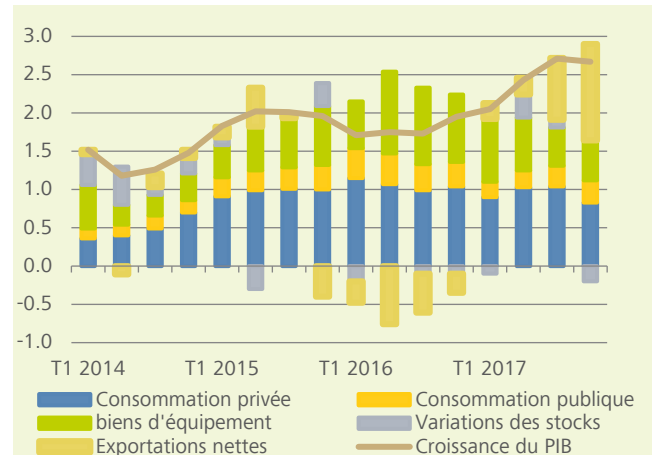
Au T4 de l'année dernière, la croissance économique a légèrement baissé en glissement trimestriel (de +0,7 au T3 à +0,6%). Or, sur toute l'année 2017, l'économie de la zone euro a atteint un record de 2,5% (1,8% en 2016) et dépassé la croissance américaine pour la deuxième année consécutive (2,3%), soutenue surtout par le commerce extérieur et les investissements des entreprises, de puissants vecteurs de croissance au T4 2017 (cf. graphique 1 (ci-dessous), alors que la consommation privée a moins contribué à la croissance qu'au trimestre précédent. Les exportations ont progressé bien plus rapidement que les importations. Les dépenses publiques ne se sont que légèrement accrues, à l'instar de la consommation privée, et ont peu contribué à la croissance. Les stocks ont eu un effet négatif sur la croissance au dernier trimestre et ont diminué. Ce résultat laisse présager une évolution positive au T1 de cette nouvelle année, compte tenu de la conjoncture mondiale toujours réjouissante.

PMI plus faibles et politique européenne

Les indicateurs avancés de l'industrie (enquêtes des directeurs d'achat) indiquent une légère baisse de la croissance économique, mais un léger affaiblissement serait tout à fait souhaitable afin que le secteur manufacturier ne se retrouve pas en surchauffe. A l'heure actuelle, la production industrielle atteint un niveau très élevé (cf. graphique 2). Les indicateurs du moral des détaillants confirment également la bonne évolution des ventes. La confiance des consommateurs reste généralement élevée dans la zone euro, même en Italie par exemple, bien que les élections législatives n'aient pas donné les résultats escomptés. En effet, l'issue des élections parlementaires italiennes du 4 mars dernier est peu claire et la formation difficile du gouvernement susceptible de compliquer davantage le processus d'intégration européen. D'un autre côté, l'Allemagne sera à nouveau gouvernée par une grande coalition SPD-CDU sous l'égide d'Angela Merkel ces quatre prochaines années, et devrait continuer à se porter garante de la cohésion au sein de l'espace européen, avec le président français, Emmanuel Macron.

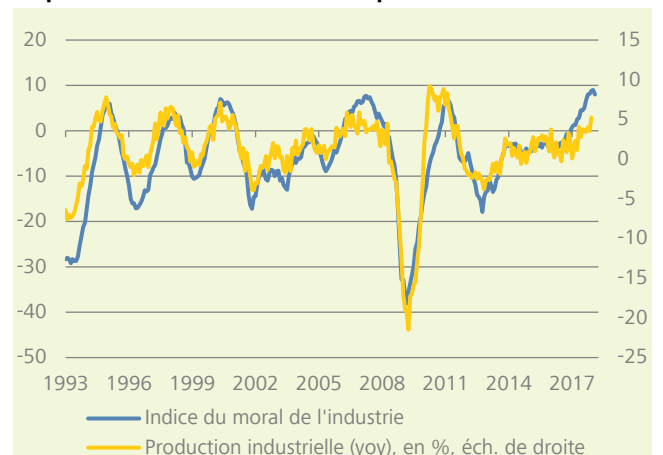
Reprise sur une large assise

PIB, réel, en % yoy



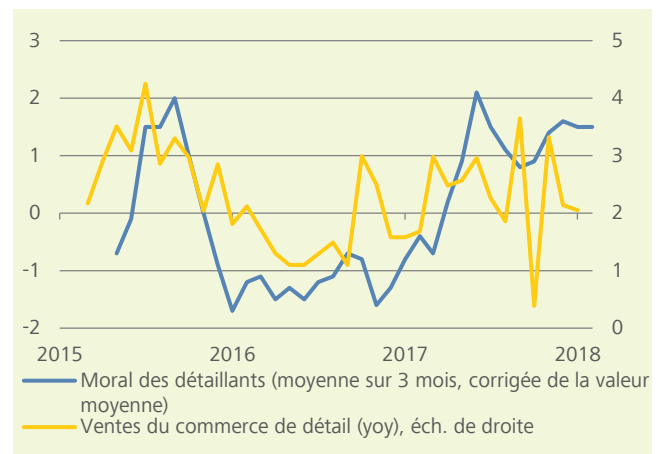
Sources: Datastream, Vontobel Asset Management

La production industrielle est en plein essor



Sources: Datastream, Vontobel Asset Management

Les détaillants restent confiants



Source: Vontobel Asset Management

USA: une relance économique acquise au prix fort

Du fait de la réforme fiscale (cf. Gros plan), nous constatons que nos prévisions de croissance pour 2018 de 2,5% sont toujours d'actualité. L'inflation ne devrait que légèrement dépasser la barre des 2%. Il est donc probable que la Fed ne relève ces taux directeurs que progressivement d'ici fin 2018.

Au T4, l'économie américaine a gagné 2,5% après avoir atteint 3,2% au T3. La croissance s'est généralisée. Les investissements de placement bruts (+8,1%) de même que les exportations (+7,1%, cf. graphique 1) ont affiché une forte progression.

Moral des entreprises et des consommateurs au beau fixe

L'indice des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier indique que le moral est au beau fixe et prévoit une augmentation de la production entre 5% et 10% sur l'année pour ces prochains mois. Or, cet indice nous semble trop euphorique car la production industrielle ne croît qu'à un taux annuel de 2% à l'heure actuelle (cf. graphique 2). L'indice du moral des consommateurs a, lui aussi, augmenté jusqu'en février et s'établit désormais à une valeur suggérant une croissance de la consommation privée supérieure à 4%. Nos prévisions de croissance du PIB de 2,5% pour 2018 sont plus prudentes dans leur ensemble, les ventes de voiture, notamment, affichant déjà des signes de saturation.

Marché de l'emploi en plein essor, une hausse des salaires

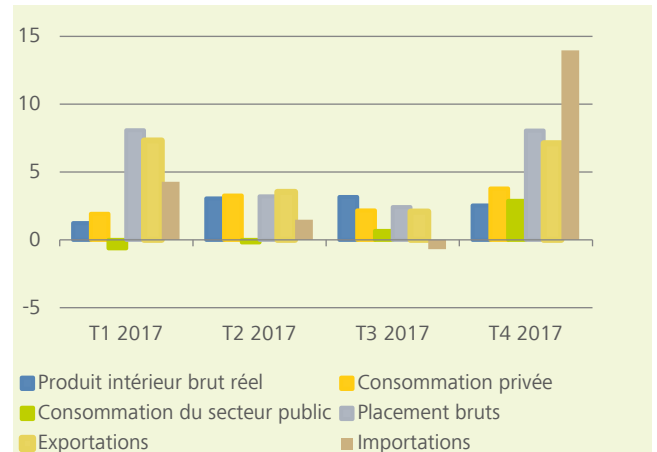
Le faible taux de chômage est souvent cité, lorsqu'il est question de crise sur le marché du travail. A notre avis, le taux d'emploi, qui mesure le nombre d'actifs par rapport à la population, nous semble plus pertinent. Il inclut également les variations du taux de participation qui correspond au rapport des personnes actives (actifs plus chômeurs) par rapport à la population totale. Selon le graphique 3, la hausse modérée des salaires s'explique par le fait que le taux d'emploi n'a pas encore atteint l'état d'avant-crise. L'étroite corrélation entre taux d'emploi et croissance des salaires indique que l'inflation des salaires ne devrait guère dépasser la barre des 3% à l'avenir. L'objectif visé par la Fed, à savoir des augmentations de prix de l'ordre de 2 à 2,5%, s'obtient, en déduisant, des augmentations de salaires, une croissance de la productivité de 0,5% à 1%.

Trois hausses des taux d'ici fin 2018

A notre avis, l'inflation ne dépassera que de manière peu notable en 2018 l'objectif de 2% fixé par la Fed, et cette dernière devrait donc maintenir sa politique de normalisation prudente. Nous prévoyons qu'elle poursuivra la réduction de son bilan qu'elle a entamée en octobre 2017 comme annoncé et augmentera jusqu'à trois fois le taux directeur d'ici fin 2018.

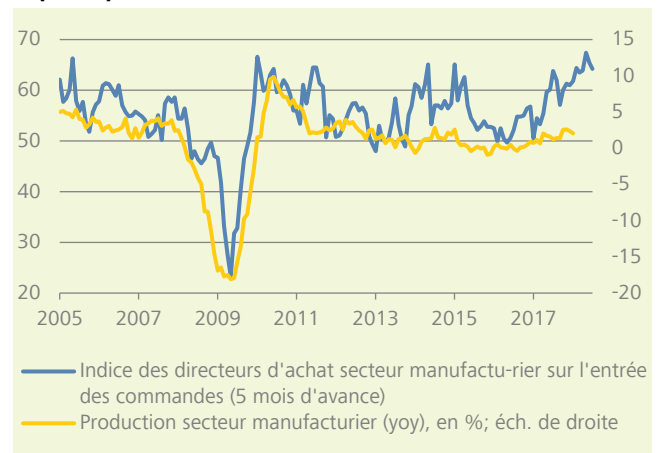
Une reprise économique généralisée au T4

En % qoq (annualisé)



Sources: BEA, Datastream, Raiffeisen Investment Office

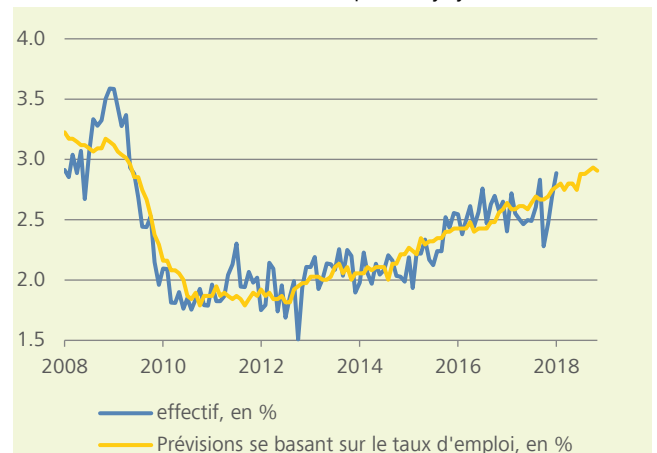
Secteur manufacturier ne suit que partiellement les PMI euphoriques



Sources: ISM, Fed, Datastream, Vontobel Asset Management

Taux d'emploi pas encore à son niveau d'avant-crise

Ø des salaires horaires effectifs et prévus (yoy), lissée



Sources: BLS, Datastream, Vontobel Asset Management

Chine: la priorité porte clairement sur les réformes nécessaires

Cette année, la Chine fête les 40 ans de sa politique d'ouverture. Les problèmes que les autorités chinoises s'efforcent de résoudre sont immenses (surcapacités dans l'économie, système bancaire parallèle bien établi, taux d'endettement élevé des entreprises étatiques, etc.), malgré les progrès nets du pays, dont la réduction partielle des surcapacités de l'économie nationale ou la réglementation mise en place pour combattre les banques parallèles. Le marché immobilier chinois s'est également stabilisé, du moins dans un premier temps (graphique 1). Des taux de croissance fortement négatifs des prix de l'immobilier porteraient préjudice à la croissance de la consommation et donc à la confiance des investisseurs.

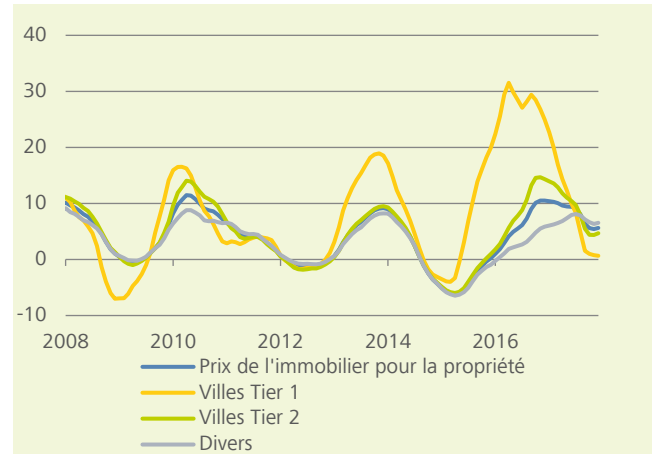
Malgré des évolutions positives, les défis restent toutefois énormes. Les autorités chinoises devraient avoir plus de temps pour continuer à s'attaquer aux problèmes, s'ils sont soutenus par un environnement externe stable, sous la forme d'une reprise conjoncturelle synchronisée au niveau mondial, comme nous l'espérons dans notre scénario de base. Dans ce contexte, nous pensons que l'objectif de croissance chinois, réduit à «environ» 6,5% dans un récent rapport de travail (5 mars), est un signe positif. C'est pourquoi le gouvernement chinois continue à se concentrer sur les réformes nécessaires, même si elles présentent l'inconvénient de ralentir la croissance. Nous ne pensons pas que l'objectif de croissance soit en danger pour 2018 et prévoyons une croissance de 6,3% cette année (graphique 2).

Japon: demande intérieure toujours faible au T4

Dans l'ensemble, l'économie japonaise a présenté un bilan respectable au T4, avec une croissance de 0,4% en glissement trimestriel. Cette fois-ci, seule la demande intérieure avait stimulé la croissance économique japonaise. Contrairement à la progression de la consommation privée (0,5%) et des investissements de placement bruts (0,3%), les dépenses publiques ont stagné (cf. graphique 1). Les importations ont plus fortement augmenté (+2,9%) que les exportations (+2,4%), mais la contribution des exportations nettes (exportations moins importations) à la croissance du PIB a été nulle. Au vu de l'excédent de la balance commerciale, la croissance des importations n'a guère d'importance que celle des exportations. Il se pourrait même que le yen, tendanciellement plus fort, ne devrait donc pas aider au cours du trimestre, mais plutôt entraver l'évolution des exportations. Par ailleurs, les marchés financiers interprètent les messages parfois contradictoires de la BoJ comme le signe d'un éventuel abandon de sa politique monétaire ultra-expansionniste. Cela pourrait tendanciellement renchérir le yen.

Chine: les prix de l'immobilier se stabilisent

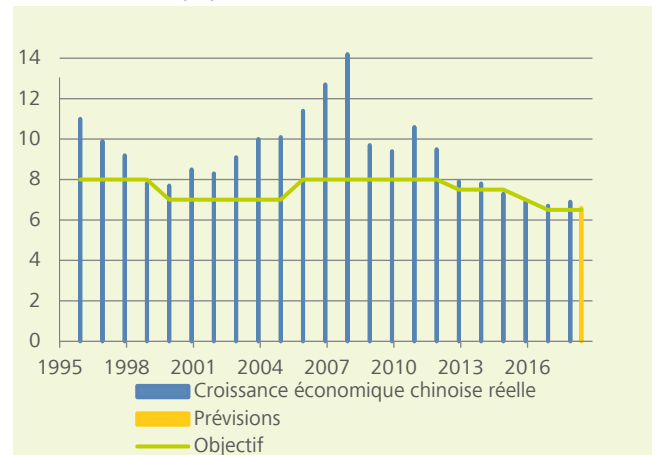
En % yoy



Sources: Datastream, NBoCS, Vontobel Asset Management

Chine: objectif de croissance réduit d'«au moins» à «environ» 6,5%.

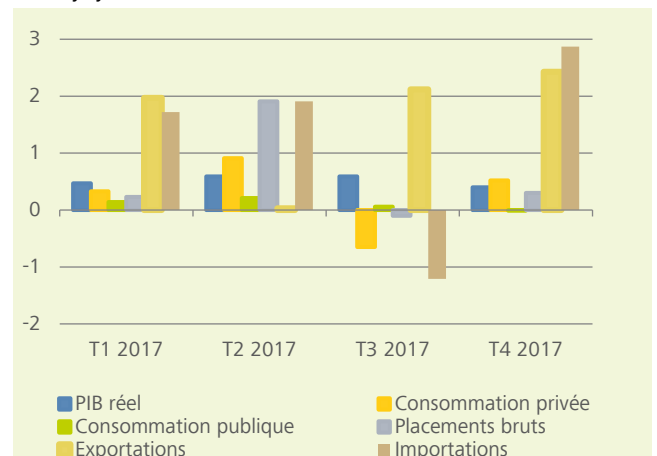
PIB, réel, en % yoy



Sources: Datastream, NBoCS, Vontobel Asset Management

Japon: importations élevées freinent la croissance du PIB

En % yoy



Sources: Datastream, Raiffeisen Investment Office

Horizons 1T18

Prévisions

Conjoncture	2015	2016	2017	Prévision 2017	Prévision 2018
-------------	------	------	------	----------------	----------------

PIB

Croissance annuelle moyenne (en %)

Suisse	1.2	1.4	1.0	2.1	1.8
Allemagne	1.5	1.8	2.5	2.0	1.8
Zone euro	2.0	1.8	2.5	1.9	1.9
Etats-Unis	2.9	1.5	2.3	2.5	2.2
Chine	6.9	6.7	6.8	6.3	6.3
Japon	1.1	0.9	1.6	1.1	0.9
Global (PPP)	3.1	3.1	3.7	3.8	3.8

Inflation

Moyenne annuelle (en %)

Suisse	-1.1	-0.4	0.5	0.6	1.0
Allemagne	0.2	0.5	1.7	1.6	1.8
Zone euro	0.0	0.2	1.5	1.4	1.9
Etats-Unis	0.1	1.3	2.1	2.1	2.3
Chine	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2
Japon	0.8	-0.1	0.5	0.8	1.1

Marchés financiers	2016	2017	Actuel.*	Prévision à 3 mois	Prévision à 12 mois
--------------------	------	------	----------	--------------------	---------------------

Libor à 3 mois

Fin d'année (en %)

CHF	-0.73	-0.75	-0.74	-0.75	-0.75
EUR	-0.32	-0.33	-0.33	-0.35	-0.35
USD	1.00	1.69	2.20	2.20	2.70
JPY	-0.05	-0.02	-0.05	0.00	0.00

Taux du marché des capitaux

Rendements des obligations d'Etat à 10 ans (fin d'année, rendement en %)

CHF	-0.18	-0.15	0.06	0.2	0.6
EUR (Allemagne)	0.23	0.45	0.58	0.8	1.1
EUR (PIIGS)	2.01	2.01	1.94	2.4	2.7
USD	2.45	2.41	2.86	2.8	2.9
JPY	0.04	0.05	0.04	0.1	0.1

Cours de change

Fin d'année

EUR/CHF	1.07	1.17	1.17	1.18	1.20
USD/CHF	1.02	0.97	0.95	0.98	0.94
JPY/CHF (par 100 JPY)	0.87	0.86	0.90	0.89	0.89
EUR/USD	1.05	1.20	1.23	1.20	1.28
USD/JPY	117	113	106	111	105

Matières premières

Fin d'année

Pétrole brut (Brent, USD/bl)	57	67	66	60	60
Or (USD/once)	1152	1303	1309	1250	1250

*19.03.2018