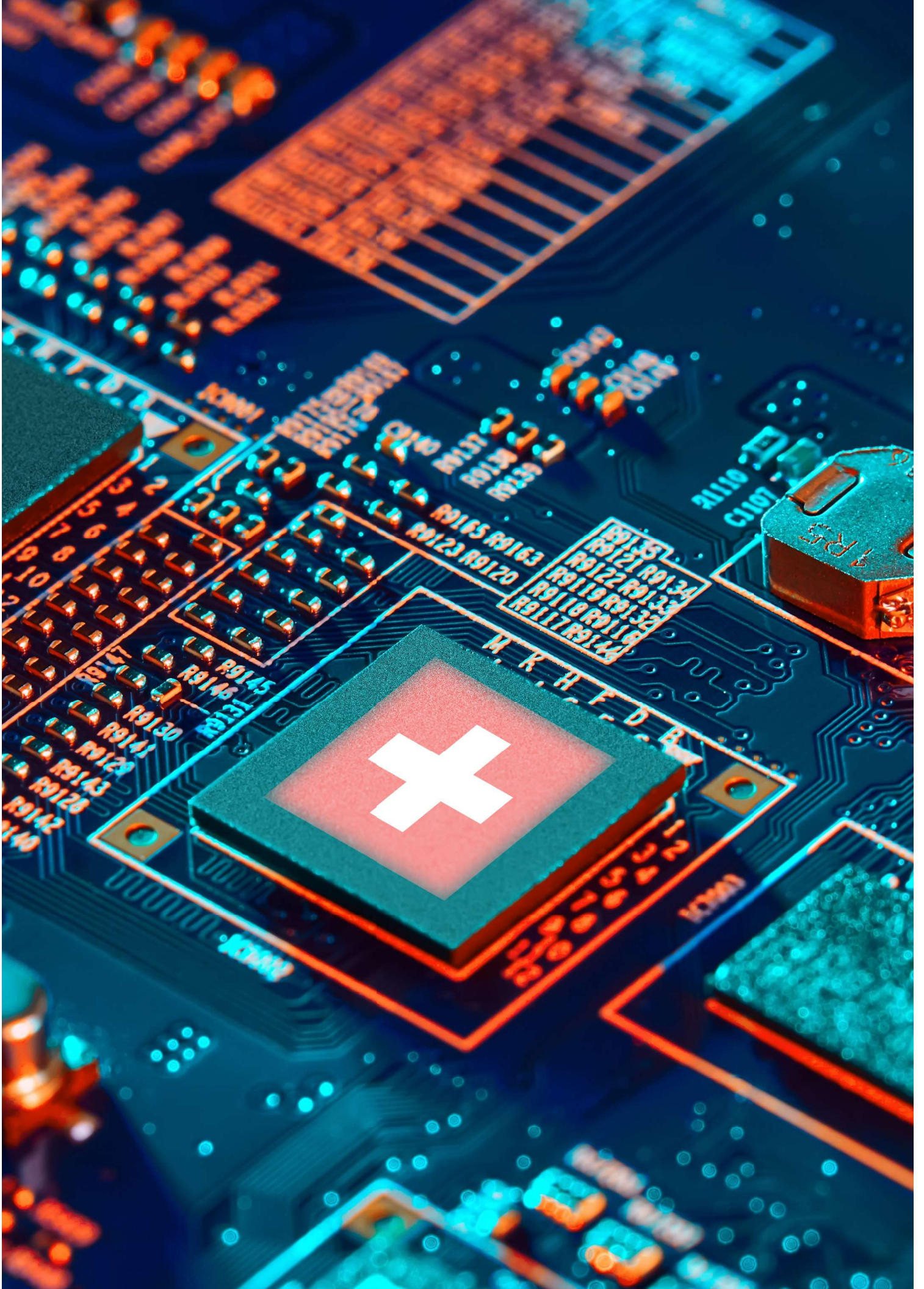




SUISSE

► MATHIEU GROBÉTY - ÉCONOMISTE SUISSE, JAPON, ÉTUDES STRUCTURELLES



La dynamique de l'économie helvétique devrait ralentir de façon significative en 2019...

... en raison d'un niveau d'incertitude élevé, de la force du franc et d'un ralentissement mondial

La BNS devrait conserver son taux directeur à -0.75% jusque fin 2020

APRÈS UNE ANNÉE 2018 MARQUÉE PAR UNE FORTE CROISSANCE DU PIB...

Grâce à l'excellente performance de l'économie suisse du premier semestre 2018, la croissance du PIB a accéléré sur l'ensemble de l'année, passant de 1.7% en 2017 à 2.5%. Toutefois, le second semestre a été marqué par un fort ralentissement conjoncturel. Le PIB n'a progressé que de 0.3% en glissement semestriel contre 1.6% au premier semestre, et ce en raison de l'appréciation du franc suisse et du ralentissement de l'activité des principaux partenaires commerciaux de la Suisse, notamment en zone euro et plus particulièrement en Allemagne. La dégradation de l'environnement externe a en effet réduit la capacité des entreprises helvétiques à exporter et leur propension à investir. Les exportations de biens et services ont enregistré un repli de 0.5% au second semestre, alors que les dépenses d'investissement ont reculé de 1.7%.

... LA DYNAMIQUE DE L'ÉCONOMIE SUISSE DEVRAIT RALENTIR DE FAÇON SIGNIFICATIVE EN 2019

La croissance du PIB devrait passer de 2.5% en 2018 à 1.5% en 2019 et en 2020. Nous anticipons un ralentissement de la dynamique de l'activité en Suisse dans les trimestres à venir pour deux raisons principales. D'une part, les salaires réels devraient continuer de croître à un rythme extrêmement contenu en dépit d'un taux de chômage qui devrait rester à un très faible niveau. Ce phénomène connu sous le nom de l'aplatissement de la courbe de Phillips peut s'expliquer par l'intégration croissante du marché du travail suisse au marché européen ainsi que par la rigidité à la baisse des salaires observée lors des épisodes du franc fort. La croissance des salaires réels s'est inscrite à -0.4% en 2018 après -0.1% en 2017.

Ainsi, la faible progression du pouvoir d'achat des ménages que nous anticipons en 2019 et 2020 freinerait leurs dépenses de consommation.

D'autre part, les entreprises suisses devraient continuer d'évoluer dans l'environnement externe difficile à cause de la force persistante du franc suisse et la faiblesse de l'activité mondiale, en particulier en zone euro. Premièrement, ces facteurs pénaliseraient la vigueur de leurs exportations. Deuxièmement, ils devraient les inciter à rester prudentes en matière de dépenses d'investissement en biens d'équipement, et ce d'autant plus que l'incertitude politique et économique devrait perdurer. À l'échelle domestique, la décision du Conseil fédéral le 7 décembre dernier de ne pas parapher le projet d'accord-cadre institutionnel avec l'Union européenne (UE) a jeté un froid sur les relations entre Berne et Bruxelles. En cas de refus définitif, la Suisse s'exposerait à des sanctions économiques de la part de l'UE comme, par exemple, le non-renouvellement de l'équivalence boursière à la Suisse au-delà de juin 2019. Au niveau international, l'incertitude se manifesterait au travers des négociations sur le Brexit reportées fin octobre et de tensions commerciales accrues initiées par les États-Unis avec différents partenaires commerciaux.

-0.4%

Progression des salaires réels en 2018

En revanche, bien que l'offre de logements vacants ait atteint le niveau le plus élevé jamais enregistré, soit plus 72'000 unités, les investissements dans la construction resteraient proche de leur croissance de long terme en raison de rendements encore attractifs par rapport au marché obligataire. Alors que la première hausse de taux de la Banque Nationale Suisse ne devrait pas intervenir avant 2021, les investisseurs en quête de rendement continueraient à investir dans la pierre.

DANS CE CONTEXTE, LES PRESSIONS INFLATIONNISTES DEVRAIENT RESTER EXTRÊMEMENT FAIBLES...

Selon nos prévisions, le PIB devrait progresser moins vite que son potentiel en 2019 et en 2020. Ainsi, alors que l'écart du PIB par rapport à son potentiel se situait proche de zéro fin 2018, il devrait évoluer en territoire négatif dans les prochains trimestres et exercer des pressions baissières sur les prix à la consommation. En outre, nous continuons de prévoir un potentiel de dépréciation restreint du franc suisse en raison d'une incertitude politique et économique persistante et d'une normalisation de la politique monétaire de la zone euro qui serait à nouveau repoussée. Les pressions inflationnistes modérées à l'étranger, notamment en Europe, devraient également donner des impulsions positives limitées à l'évolution des prix importés en Suisse. Dans ce contexte, nous anticipons une inflation positive, mais extrêmement faible se situant à 0.5% en 2019 et à 0.8% en 2020.

... CE QUI DEVRAIT AMENER LA BNS À CONSERVER SON TAUX DIRECTEUR À -0.75% JUSQU'À FIN 2020

La Banque Nationale Suisse (BNS) a opté pour un statu quo monétaire à l'issue de ses réunions de politique monétaire de décembre et de mars dernier. Elle a ainsi confirmé sa stratégie de politique monétaire expansionniste qui repose sur deux piliers, à savoir (1) un taux d'intérêt appliqué aux dépôts à vue à la BNS à -0.75% et (2) sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Selon la BNS, la décision de maintenir le cap ultra-expansionniste de sa politique monétaire se justifie principalement par sa prévision d'inflation conditionnelle qui reste dans la zone de stabilité des prix jusqu'en 2021. Même en conservant son taux directeur à -0.75%, elle anticipe un taux d'inflation à 1.5% au quatrième trimestre 2021. Ainsi, tant que la BCE ne procède pas à une première hausse de son taux directeur, la BNS n'aurait aucune raison de débiter une phase de normalisation sous peine de voir le franc suisse s'apprécier face à la devise européenne. C'est pourquoi nous prévoyons que la BNS conserve son taux directeur à -0.75%

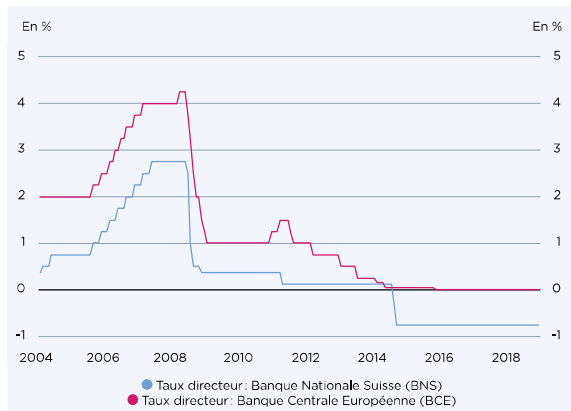
jusqu'en 2021 et suive le premier pas de la BCE en relevant son taux de 25 points de base.

En revanche, l'institut monétaire helvétique devrait moins recourir au second pilier de sa stratégie. Malgré les fortes pressions haussières sur le franc que l'on a pu observer ces derniers mois, la BNS est intervenue dans des proportions nettement inférieures aux interventions réalisées durant la période qui a suivi l'abandon du taux plancher durant laquelle elle considérait le franc comme «nettement surévalué» (de janvier 2015 à août 2017). Cette décision d'être moins accommodante qu'en 2015 et 2016 demeure cohérente avec son appréciation concernant la force du franc et le risque de déflation. D'une part, elle juge depuis septembre 2017 que la monnaie helvétique «se situe à un niveau élevé» et n'est donc plus «nettement surévaluée». D'autre part, selon les prévisions d'inflation conditionnelles de la BNS, et malgré la prise en compte des effets négatifs de l'appréciation du franc de ces derniers mois, l'inflation devrait rester solidement ancrée en territoire positif en maintenant son taux directeur inchangé à -0.75%.

... ET LIMITER D'AVANTAGE LE POTENTIEL DE DÉPRÉCIATION DU FRANC SUISSE

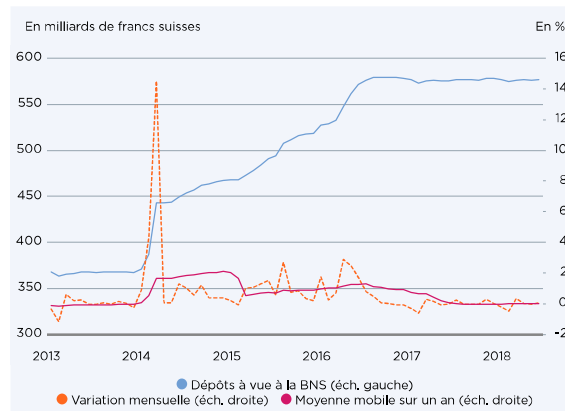
Le potentiel de dépréciation du franc suisse resterait limité pour plusieurs raisons. Premièrement, alors que la probabilité d'un premier relèvement de taux par la BCE s'est clairement affaiblie et que la valeur plancher du taux directeur en Suisse a probablement été atteinte à -0.75%, la marge de manœuvre dont dispose la BNS pour accentuer le différentiel de taux d'intérêt par rapport à la zone euro demeure quasi inexistante. Deuxièmement, la BNS ne va pas intervenir massivement afin de déprécier le monnaie helvétique pour les raisons évoquées au paragraphe précédent. Enfin, le franc suisse devrait continuer de bénéficier d'un statut de valeur refuge en raison d'un niveau d'incertitude politique et économique élevé.

La BNS ne devrait pas normaliser son taux directeur en 2019 afin de conserver le différentiel de taux avec la BCE



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNS, BCE, Edmond de Rothschild Economic Research

En raison d'un franc qui n'est plus "nettement surévalué" depuis mi-2017, la BNS n'intervient que temporairement



Sources : Thomson Reuters Datastream, BNS, Edmond de Rothschild Economic Research

				2019f						2020f			
% annuel	2016	2017	2018	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	Q1f	Q2f	2020f	C*
PIB	1,6	1,7	2,5	1,4	1,2	1,9	1,6	1,5	1,2	1,3	1,2	1,5	1,6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,6	0,6	0,5	0,2	-	-	0,1	0,3	-	-
Consommation privée	1,5	1,2	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4
Consommation publique	1,2	0,9	1,0	0,9	0,8	1,1	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6	0,7	0,8
Investissement	3,4	3,4	2,1	0,3	0,2	1,8	2,3	1,1	0,2	1,6	1,6	1,7	1,6
Variations de stocks (contribution)	-2,0	-0,2	-0,2	-0,9	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-	0,1	-0,2	-0,1	-
Exportations**	7,0	3,8	3,8	3,5	0,1	3,3	0,9	1,9	1,9	1,3	2,6	2,3	2,8
Importations**	4,7	4,2	1,3	-0,6	-2,4	0,8	1,9	-0,1	1,2	1,9	2,3	2,4	2,8
Balance commerciale (contribution)	1,8	0,3	1,6	2,4	1,2	1,5	-0,3	1,2	-	-0,1	0,5	0,3	-
Chômage (%)	3,3	3,2	2,6	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,4	2,6	2,6	2,7	2,5
Inflation globale	-0,4	0,5	0,9	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,6	0,8	1,0
EUR/CHF	1,09	1,11	1,15	1,13	1,13	1,13	1,14	1,13	1,14	1,14	1,14	1,16	1,17
USD/CHF	0,98	0,98	0,98	1,00	1,01	1,00	1,02	1,01	1,00	1,00	0,98	1,00	0,98
BNS - Taux dépôts	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,55
Obligations souveraines à 2 ans (%)	-0,91	-0,85	-0,76	-0,76	-0,75	-0,70	-0,65	-0,72	-0,72	-0,60	-0,55	-0,45	-0,19
Obligations souveraines à 10 ans (%)	-0,35	-0,09	0,00	-0,38	-0,35	-0,30	-0,25	-0,32	-0,23	-0,15	-0,10	-0,10	0,05

* Consensus