

## PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES 2017

### RÉSUMÉ

La question principale pour 2017 est de savoir si l'optimisme suscité par la dynamique tardive de la croissance et la remontée des prévisions d'inflation sont appelés à se maintenir. La réponse est qu'il est probable que ce soit le cas, mais seulement pour un court laps de temps avant que l'influence des facteurs sous-jacents ne l'emporte sur les forces cycliques. Les mesures de relance budgétaires prévues aux États-Unis ont peu de chance d'engendrer un revirement décisif de la tendance structurelle, à savoir une japonisation progressive et inexorable de l'économie mondiale. Des poussées de croissance et d'optimisme devraient être suivies par des phases périodiques de flirt avec la déflation et de récession, accompagnées de fluctuations des taux d'intérêt et des changes.



**Adrien  
Pichoud**  
Economist

*“La dynamique cyclique positive initiale se dissipera progressivement pour laisser place à un mouvement de repli induit par la faiblesse de la croissance potentielle, alors que les niveaux élevés d'endettement rappellent aux investisseurs la japonisation inexorable de l'économie mondiale.”*

En 2016, les investisseurs sont passés d'un sentiment dominé par les craintes de récession mondiale et de déflation à un optimisme vis-à-vis de la croissance, une remontée des anticipations d'inflation et une normalisation tardive de la politique monétaire. Alors que nous nous rapprochons de 2017, la principale question est de savoir si cette dynamique récente pourra se maintenir.

### Un début d'année 2017 marqué par une croissance positive et la dynamique de l'inflation



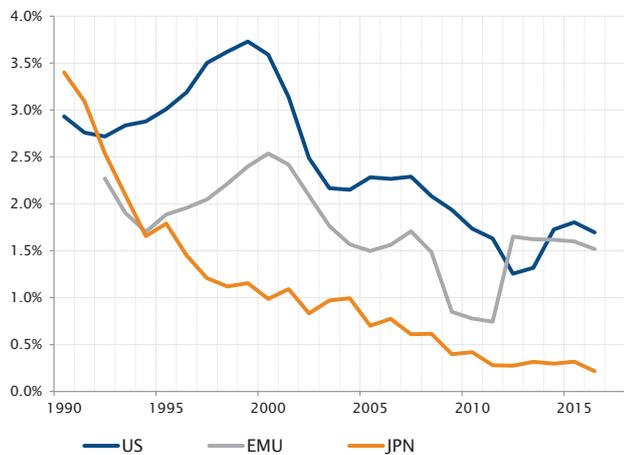
Source: Markit, Bloomberg, SYZ AM

### L'ÉCONOMIE MONDIALE EST-ELLE CAPABLE D'UN REDRESSEMENT SURPRISE ?

La réponse est qu'il est probable que ce soit le cas, mais seulement pour un court laps de temps. Tôt ou tard, il faudra se rendre à l'évidence et constater que l'influence des facteurs structurels sous-jacents l'emporte sur les forces cycliques. Fait intéressant, une quantité peu commune d'éléments sont susceptibles d'influencer les évolutions cycliques: politique budgétaire, monétaire et commerciale aux États-Unis, politique monétaire et calendrier politique chargé en Europe, impact de l'évolution du dollar US sur les économies émergentes, conséquences de la dépréciation du yuan chinois, évolution des cours du pétrole. Autant d'éléments qui accroissent les risques extrêmes entourant un scénario économique fondamental quasi similaire à celui de 2016, mais qui ont peu de chance d'engendrer un revirement décisif de la tendance structurelle, à savoir une japonisation progressive et inexorable de l'économie mondiale.

Une partie croissante du monde commence en effet à partager trois caractéristiques clés affichées par le Japon au cours des deux dernières décennies: un ralentissement démographique qui compromet la croissance potentielle du PIB, une diminution des taux d'utilisation des capacités et une augmentation de l'endettement. Manifestement, l'Europe est la région la plus affectée par ce phénomène, avec une situation démographique déjà très préoccupante, en parallèle à d'importantes capacités de production inutilisées et des niveaux élevés de dette publique. Cependant, les États-Unis connaissent eux aussi un ralentissement de la croissance de la main-d'œuvre, une diminution des taux d'utilisation des capacités et une remontée des niveaux

**Faiblesse et ralentissement de la croissance potentielle dans les économies développées**



Source : Datastream, OCDE, SYZ AM

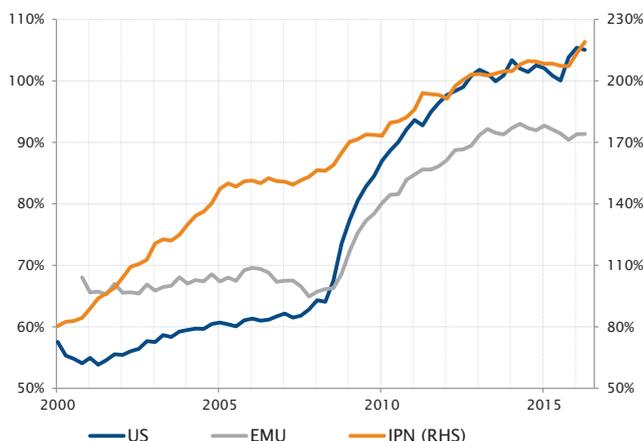
d'endettement, en particulier parmi les entreprises et dans le secteur public. Plusieurs pays émergents sont déjà engagés sur cette pente, principalement la Chine, qui est déjà confrontée aux mêmes difficultés en termes d'évolution démographique, de capacité excédentaire et d'endettement. Il est bien difficile d'imaginer pour la suite un scénario (sans heurts) dans lequel ces tendances s'inverseraient au niveau mondial. Cette analogie avec le Japon présente toutefois un aspect dont l'incidence est moins négative : aussi longtemps que les conditions monétaires resteront très accommodantes, le niveau élevé et croissant de l'endettement ne sera pas un problème en soi, car le coût du service et du renouvellement de cette dette restera faible. Cette japonisation caractérisée par un endettement élevé et une politique monétaire accommodante peut dès lors perdurer pendant un moment. Des poussées de croissance et d'optimisme succèdent à des phases périodiques de flirt avec la déflation et la récession, et s'accompagnent de fluctuations des taux d'intérêt

et des changes, sans rupture décisive de l'atonie de la croissance, que ce soit à la hausse ou à la baisse. Identifier ces revirements cycliques est par conséquent essentiel à l'élaboration d'hypothèses macroéconomiques (et de marché).

**ÉTATS-UNIS: DÉPENSES BUDGÉTAIRES CONTRE RESSERREMENT FINANCIER**

Les perspectives de l'économie américaine pour 2017 seront clairement façonnées par plusieurs facteurs cycliques contradictoires. L'élection de Donald Trump n'a fait que renforcer l'optimisme vis-à-vis des perspectives de croissance et de la tendance haussière des taux d'intérêt, faisant miroiter aux investisseurs la promesse d'un important plan de relance. Il a toutefois été fait abstraction des conséquences de ce changement de politique pour l'évolution de la croissance en 2017. En effet, à supposer que le Congrès approuve le plan de relance budgétaire promis par Donald Trump durant sa campagne, la Réserve fédérale américaine (Fed) sera enfin en meilleure posture pour orchestrer la normalisation de sa politique monétaire à laquelle elle aspire, sans succès jusqu'ici. L'impact sur la croissance a peu de chance d'être spectaculaire, dans la mesure où aucun aspect des «Trumponomics» n'aura d'incidence sur les ressorts fondamentaux de la croissance que sont les facteurs démographiques, la productivité et l'endettement. L'inflation pourrait initialement évoluer dans la bonne direction, les effets de base positifs sur les prix de l'énergie et les pressions haussières graduelles sur les salaires engendrant une accélération de l'inflation totale au premier semestre de l'année. Cependant, l'impact désinflationniste de la hausse du billet vert et la pression exercée par l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre sur une croissance des profits déjà peu enthousiasmante, freineront rapidement le rythme de la hausse des prix. Il n'est pas facile de s'extirper d'une situation de faible croissance et d'endettement élevé.

**L'endettement public est élevé et restreint les politiques budgétaires**



Source : Bloomberg, SYZ AM

**LA ZONE EURO A BESOIN DE CONDITIONS MONÉTAIRES ASSOULIES ET DE STABILITÉ POLITIQUE**

La zone euro se distingue des États-Unis en ce sens qu'elle est moins avancée dans son cycle d'expansion. Dès lors, elle bénéficie encore du recul des taux de chômage et du rattrapage des dépenses d'investissement. Ces éléments permettront à la croissance d'excéder son potentiel en 2017 à deux conditions : premièrement, pas de durcissement des conditions financières susceptible d'enrayer la dynamique fragile des investissements et deuxièmement, pas de recrudescence des risques politiques et des craintes sur l'avenir de l'euro. Si le pragmatisme de la Banque centrale européenne (BCE) sous la houlette de Mario Draghi devrait assurer que la première condition soit satisfaite, le calendrier politique chargé fait planer la menace de risques extrêmes importants sur la réalisation de la deuxième condition et, partant, sur les perspectives de croissance de l'union monétaire européenne.

### ROYAUME-UNI: LE BREXIT DOIT SE CONCRÉTISER

L'incertitude politique est un élément déterminant pour le Royaume-Uni ces derniers temps. Les nombreuses inconnues qui continuent d'entourer la mise en œuvre dans les faits du référendum sur l'Union européenne (voire sa réalisation effective) vont peser sur l'activité économique, dans la mesure où les décisions d'investissement sont en grande partie gelées. L'impact de la dépréciation de la livre va également influencer sur les perspectives de croissance, avec des retombées positives pour les exportateurs (y compris pour les secteurs liés au tourisme), mais des conséquences négatives sur le pouvoir d'achat des ménages du fait de la hausse des prix au détail. Les mesures budgétaires annoncées pourraient être contrebalancées par la capacité considérablement réduite de la Banque d'Angleterre à fournir un soutien monétaire face à l'accélération de l'inflation.

### SUISSE: TOUT TOURNE AUTOUR DU FRANC SUISSE

La Banque nationale suisse (BNS) dispose d'une marge de manœuvre encore plus faible et se retrouve dans une situation de plus en plus délicate. Sans le franc suisse, l'économie helvétique afficherait des perspectives de croissance relativement équilibrées, mais le solde extérieur fortement excédentaire et les risques politiques dans la zone euro alimentent la pression haussière sur la devise. Cependant, si ces pressions s'intensifient, la BNS ne pourra guère faire davantage pour empêcher une nouvelle appréciation, compte tenu du niveau sans précédent de ses réserves de change et des tensions que connaît déjà le secteur bancaire du fait de taux à court terme négatifs. L'économie suisse reste tributaire de la tournure des événements dans la zone euro.

### MARCHÉS ÉMERGENTS: RAFFERMISSEMENT DE LA DEMANDE FINALE CONTRE RENFORCEMENT DU DOLLAR US

Pour les économies émergentes, 2017 semble se présenter sous deux auspices. Le premier aspect est globalement favorable, soutenu par la bonne résistance de la demande finale dans les pays développés et la fin de la correction des prix des matières premières. La Russie devrait renouer avec une croissance positive, alimentée par le rebond des cours du pétrole. L'économie brésilienne devrait elle aussi se redresser progressivement grâce au retour de la stabilité politique et à une politique budgétaire plus réaliste, permettant une politique monétaire moins restrictive. L'Inde continuera de tirer parti des réformes structurelles impulsées par Narendra Modi, dans un contexte de tendances démographiques favorables. La situation en Chine est quant à elle stabilisée pour le moment. Le deuxième aspect est moins réjouissant. La vigueur du dollar menace une nouvelle fois de contrarier le stock considérable de dette émergente accumulé depuis 2009. Elle alimente également la pression baissière sur la monnaie chinoise et induit des retombées négatives sur l'ensemble des exportateurs asiatiques. Enfin, elle exerce une pression sur les pays dont les comptes courants sont déficitaires, aggravant souvent des situations déjà fragiles au plan intérieur, comme dans le cas de la Turquie ou de l'Afrique du Sud. De fait, pour les pays émergents, une dynamique positive de la croissance mondiale n'est favorable que si elle ne s'accompagne pas d'une hausse du billet vert. Par conséquent, le premier semestre 2017 pourrait être problématique pour la dynamique de croissance des marchés émergents, avant un deuxième semestre plus clément, à supposer, comme nous l'anticipons, que la Fed ne soit pas, au bout du compte, en mesure de resserrer sa politique monétaire de façon significative, atténuant ainsi les pressions haussières sur les taux et le dollar.

### JAPON: YEN FORT, YEN FAIBLE?

Les perspectives du Japon sont toujours les mêmes. En l'absence de marge de manœuvre sur les plans budgétaires et monétaires, les fluctuations du yen dicteront l'évolution du cycle conjoncturel. C'est ainsi que l'on aboutit à un contexte de croissance faible et d'endettement élevé. 2017 risque de ne marquer rien d'autre qu'une nouvelle étape vers la japonisation de l'économie mondiale.