

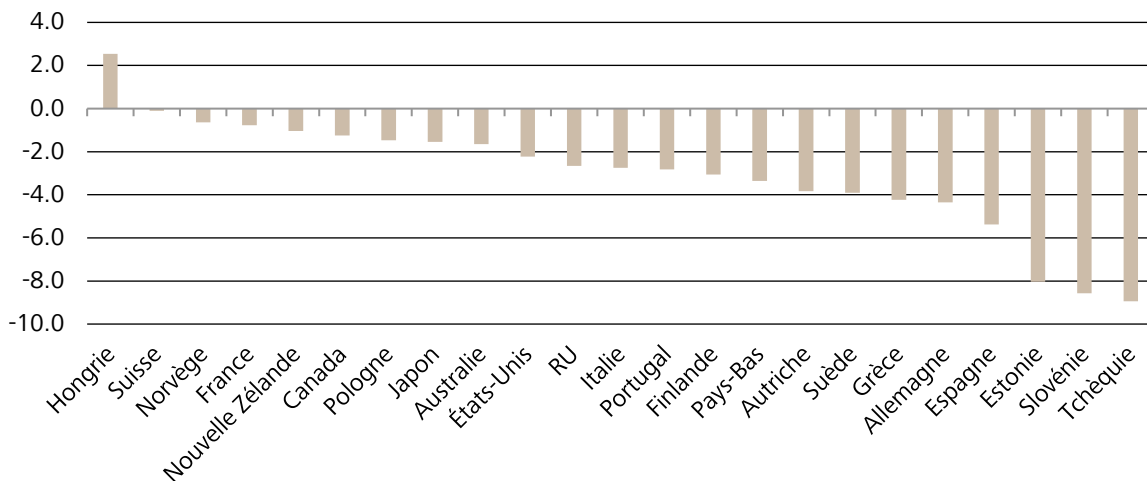
# Check conjoncturel

Alors qu'aux États-Unis se dessinent les signes d'un ralentissement plus prononcé de la conjoncture, la zone euro présente désormais des perspectives un peu moins sombres. L'économie suisse a pu maintenir son rythme de reprise modéré au troisième trimestre. Et l'horizon pour 2023 paraît relativement stable en raison de la moindre dépendance énergétique et des pertes de pouvoir d'achat plus limitées. À cet égard, en raison d'une pression plus gérable sur les prix, la rationalisation de la politique monétaire moins extensive de la BNS ne devrait pas avoir le même effet de freinage que dans d'autres espaces monétaires.



## GRAPHIQUE DU MOIS : PERTE DE POUVOIR D'ACHAT SUPPORTABLE

Évolution des salaires réels : rémunérations par travailleur déflatées avec déflateur de la consommation des ménages, 3T22, en % par rapport à l'année précédente



Source : OCDE, Raiffeisen Economic Research

Les consommateurs suisses n'ont jamais été aussi pessimistes. C'est du moins ce qui ressort de l'enquête trimestrielle du SECO. En effet, l'enquête de rue interrogeant les personnes pour savoir si elles se sentaient contraintes de restreindre leurs dépenses a révélé que pour la plupart d'entre elles ce n'était pas vraiment le cas. D'ailleurs, les chiffres les plus récents de la consommation le confirment. En particulier les prestations de services à la personne continuent d'être largement orientées à la hausse en cette fin d'année. Malgré la hausse de l'inflation, la plupart des ménages ne voit pas la nécessité de se serrer la ceinture. Leurs budgets sont plus importants qu'avant la pandémie en raison de la renonciation à consommer imposée par les restrictions liées au Covid. L'emploi est de nouveau nettement au-dessus du niveau d'avant la crise, ce qui entraîne une masse salariale plus élevée. Et enfin, en raison du taux d'inflation relativement modéré de récemment 3,0%, les baisses de salaire réel

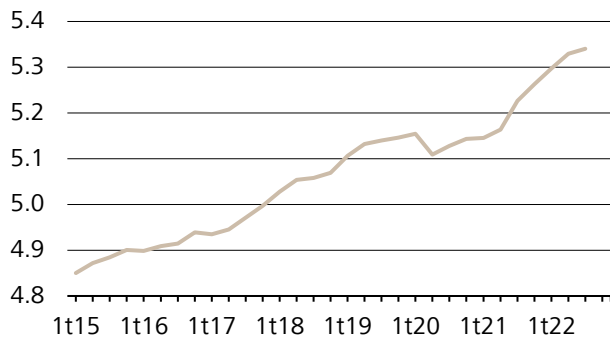
sont faibles en Suisse. L'année prochaine aussi, les hausses de salaires prévues d'en moyenne 2,5% devraient maintenir les pertes de pouvoir d'achat dans des limites assez étroites, notamment car en cas de corrections multiples, les catégories salariales plus basses en profiteront davantage. Le tableau est bien différent dans de nombreux autres pays européens, où une inflation beaucoup plus élevée entraîne des pertes de pouvoir d'achat plus douloureuses malgré des hausses de salaires pourtant nettement plus prononcées. Certes, les gouvernements tentent de soulager les consommateurs avec des aides au paiement de la facture énergétique ; mais les mesures ne peuvent de loin pas compenser les énormes hausses de prix de l'énergie domestique et d'autres catégories de biens de consommation et de services.

# Conjoncture



## MARCHÉ DU TRAVAIL

Emploi suisse, en mio., corrigé des variations saisonnières

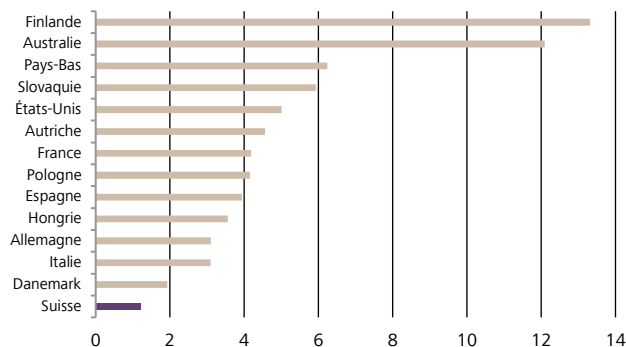


Source : OFS, Raiffeisen Economic Research



## INTENSITÉ ÉNERGÉTIQUE DANS L'INDUSTRIE

MJ pour 2015 USD PPP valeur ajoutée

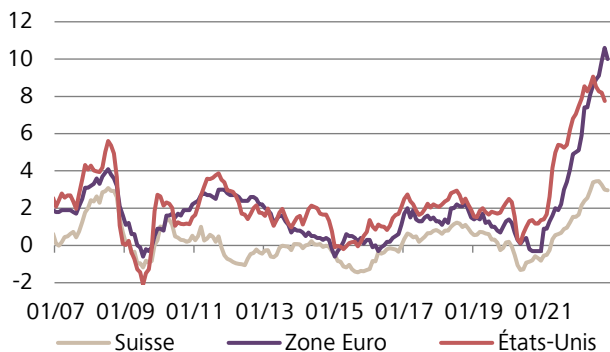


Source : IEA, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La consommation suisse continue de se rétablir

Pendant le trimestre estival, la consommation suisse s'est encore mieux remise des répercussions de la pandémie. Ce sont surtout les dépenses dans les loisirs et l'hôtellerie qui ont clairement progressé, même si le rythme n'est pas aussi dynamique qu'avant. La hausse des voyages à l'étranger a été compensée par l'envolée du tourisme extérieur. Le chiffre d'affaires des ventes de détail a également progressé, à part dans l'habillement. Pendant ce temps, la crise énergétique a plombé la croissance des domaines sensibles à la conjoncture de l'économie d'exportation. Certes, le secteur pharmaceutique a repris du poil de la bête après une pause au premier semestre. Et le commerce de transit a connu une évolution extrêmement dynamique. En revanche, les exportations dans le domaine de la construction mécanique et des métaux ont baissé. Par ailleurs, l'économie de la construction demeure sous pression en raison de la pénurie de personnel et de matériaux, de la flambée des prix de la construction et de la hausse des taux.

### Perspectives plus stables

Les vents contraires qui minent l'industrie continueront de souffler jusqu'à fin 2022 alors que les entrées de commande continuent de baisser. Les carnets de commande souvent confortables et l'élimination progressive des goulots d'étranglement génèrent toutefois des anticipations d'activité expansives. La faible intensité énergétique de l'industrie suisse en comparaison internationale n'y est pas étrangère. Dans cet environnement, les entreprises prévoient de nouvelles embauches. Conjointement aux faibles pertes de salaires réels, le marché du travail très solide devrait étayer la consommation privée. Nous y percevons l'espoir d'une croissance modérée du PIB l'année prochaine. Les nouvelles aides au paiement de la facture énergétique de l'Etat permettent d'éclaircir les perspectives des entreprises et des ménages de la zone euro, mais une récession y demeure fort probable en raison de la flambée des prix.

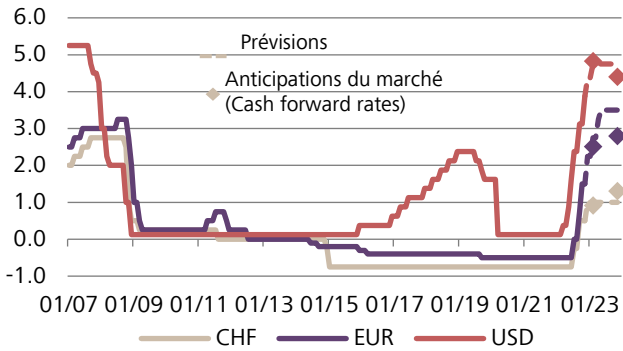
### Le pic inflationniste atteint ou imminent

Aux États-Unis, la détente au niveau des goulots d'étranglement s'est récemment accélérée. Comme la crise énergétique n'y joue pas un rôle trop important, la pression sur les prix des biens baisse nettement. Le marché du travail encore très serré empêche toutefois la baisse plus rapide du taux d'inflation global par la forte hausse des salaires et donc l'envolée des prix des services. Dans la zone euro, la flambée de l'inflation en novembre a certes également été enrayée avec une baisse du taux annuel à 10,0%, mais la pression sur les prix en amont est bien plus élevée qu'aux États-Unis. L'inflation sous-jacente ne révèle pour l'instant aucune tendance. Quant à l'inflation suisse, elle est stable à un niveau plus faible de 3,0%. En janvier, les hausses des tarifs de l'électricité vont de nouveau une fois relever le taux annuel de 0,5 point. L'inflation importée s'est récemment de nouveau légèrement affaiblie. Et les hausses de prix pour les biens et les services nationaux se déplacent latéralement dans les limites de la fourchette cible de la BNS.

## Taux



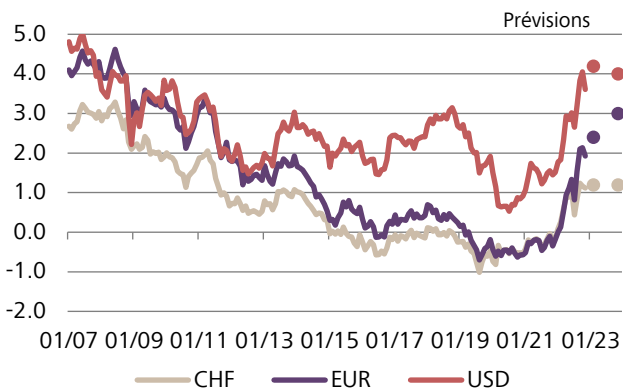
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



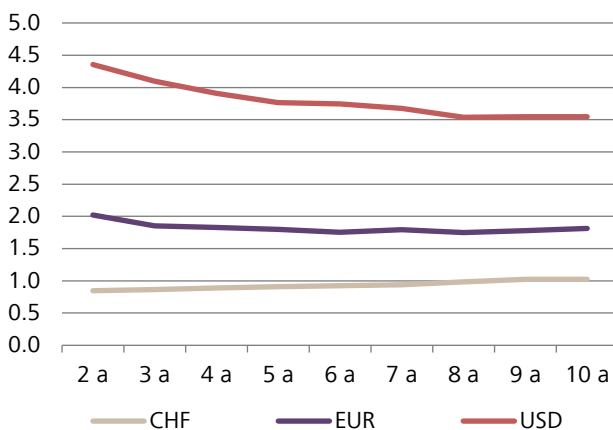
## EMPRUNTS D'ÉTAT SUR 10 ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT : 07.12.22), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Désaccord au sein de la Fed sur le niveau cible

Les signes croissants d'un affaiblissement conjoncturel plus large et d'une moindre pression sur les prix ont récemment nettement corrigé les anticipations de taux américains. Après quatre relèvements consécutifs de 75 points de base, les responsables de la Fed ne se voient plus derrière la courbe et estiment qu'un ralentissement du rythme de rationalisation est indiqué. Comme le chemin de l'inflation sous-jacente vers le seuil de 2% pourra encore très long en l'absence d'une hausse plus marquée du chômage, les banquiers centraux américains estiment qu'il n'y a aucune raison de faire une pause dès maintenant. Or, les esprits sont partagés quant à ce qui doit encore être fait. Jerome Powell et certains confrères ont récemment estimé qu'il était nécessaire d'obtenir un niveau cible des taux directeurs encore plus élevé que ce qui est prévu initialement. D'autres membres du FOMC se font toutefois déjà plus de soucis quant à l'ampleur des effets retardés des mesures déjà prises et ne veulent pas avancer beaucoup plus loin.

## La BCE n'est encore qu'à mi-parcours

Dans le conseil de la BCE, de nombreux membres se voient derrière la courbe, même s'il n'est pas encore l'heure de ralentir. Entre temps, les perspectives conjoncturelles de la zone euro ne sont plus aussi sombres. Et l'on peut se demander s'il «suffirait» d'une faible récession pour maîtriser l'inflation. Par ailleurs, on souligne qu'un niveau excessivement élevé d'aides au paiement de la facture énergétique pourrait maintenir la pression sur les prix. Même les banquiers centraux plutôt réservés d'Europe du Sud estiment que le travail n'est pas encore achevé. Il ne saurait être question d'un dépassement alors que le niveau des taux directeurs n'est même pas « neutre » et que l'inflation est bien trop élevée. En l'absence d'un effondrement conjoncturel soudain, à la différence de la Fed, la BCE se trouve plutôt en milieu de parcours, de sorte que nous percevons un nouveau potentiel hausier en particulier dans la zone euro au niveau des taux longs.

## La BNS décidée à remettre le couvert à titre préventif

La BNS quant à elle, malgré le faible niveau de taux directeurs ne se situe certainement pas derrière la courbe. Bien au contraire. Malgré les perspectives de prix toujours aussi modérées, elle a très tôt commencé, à titre préventif, à normaliser la politique monétaire, en laissant faire une certaine appréciation du franc depuis l'année dernière. Conjointement aux relèvements de taux décidés jusqu'à présent, le taux d'inflation cible à moyen terme semble à portée de main. Pour en être sûr, les membres du directoire se sont explicitement exprimés en faveur d'une approche encore plus préventive. Et si l'écart de taux croissant devait entraîner un affaiblissement indésirable du franc, la BNS est prête en cas de besoin, en complément ou au lieu de nouveaux relèvements de taux de contrer la hausse de l'inflation importée par des ventes de devises.

# Branches suisses – Gros plan Gastronomie

Les salaires de la plupart des travailleurs suisses augmentent actuellement moins que les prix à la consommation, détériorant le pouvoir d'achat des ménages. Or, les pertes ne sont pas dramatiques et pour 2023 il se dessine déjà une amélioration grâce à la croissance des salaires. Ce sont surtout les secteurs caractérisés par des salaires plutôt faibles qui vont en profiter davantage l'année prochaine, comme par ex. la restauration. En l'occurrence, les salaires minimaux sont entièrement indexés sur l'inflation, en sachant que selon la qualification, la nouvelle Convention Collective nationale de travail prévoit également des hausses de salaires modérées supplémentaires.

Les nouvelles conditions sont l'expression de la grande pénurie de personnel dans la restauration et également le signe d'un retour à la normale du secteur après l'effondrement du chiffre d'affaires au cours de la pandémie. Car depuis que les mesures restrictives liées au corona ont été levées, les restaurants et les bars constatent une forte fréquentation de leurs établissements et on constate un retour à la normale au niveau des chiffres d'affaires. Les volumes des transactions par carte indiquent même des chiffres plus importants qu'avant la pandémie (cf. graphique), même si la hausse s'explique en partie par les changements d'habitude de paiement des clients en faveur du recours aux cartes.

La reprise rapide des fréquentations des visiteurs et la reprise simultanée dans d'autres pans du secteur tertiaire constituent la raison principale de la pénurie de personnel dans la restauration. A cela s'ajoute que pendant la pandémie certains professionnels se sont réorientés pour changer de branche, même s'il y a peu de preuves d'une véritable vague de démissions. Mesuré aux équivalents à temps plein, l'emploi est presque

aussi important qu'avant la pandémie. Et pourtant, de nombreuses entreprises se plaignent de difficultés de recrutement, surtout en termes de personnel qualifié.

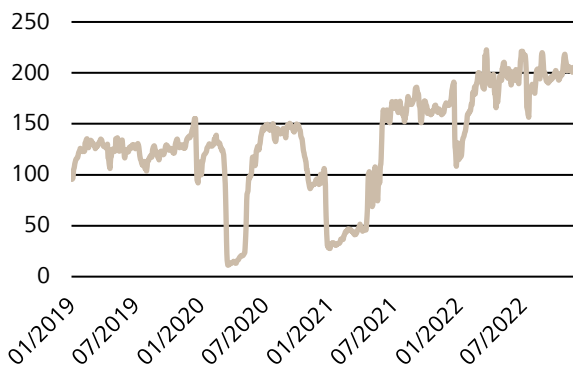
Or, les hausses de salaires entraînent une détérioration des marges déjà faibles des entreprises. Car outre les frais de personnel plus élevés, les entreprises de la restauration sont également confrontées à une forte hausse des coûts des marchandises et de la facture énergétique. Dans la restauration, près de 15% des entreprises achètent l'électricité sur le marché libre et l'explosion des prix de l'électricité a fait augmenter leurs frais de près de 10%. Sans surprise, de nombreuses entreprises prévoient d'augmenter leurs prix plus fortement qu'avant. Il est toutefois peu probable qu'il soit possible d'imposer des augmentations disproportionnées par temps de hausse généralisée des prix. En revanche, la pression concurrentielle dans un secteur depuis longtemps déjà grevé par des surcapacités est trop élevée.

Le nombre de faillites a déjà fortement augmenté et se situe à un niveau bien plus élevé que l'année précédente (cf. graphique). Pour l'instant, il convient de l'apprécier en tant que normalisation après les taux de faillite très bas pendant la pandémie et non pas comme une détérioration dramatique. Car le nombre de faillites est toujours comparable avec le niveau d'avant la crise. Mais avec les frais nettement plus élevés, le nombre de faillites devrait augmenter davantage. Il s'agit surtout d'entreprises qui avant la pandémie étaient déjà proches de la faillite mais qui ont résisté grâce aux aides étatiques exceptionnelles pendant le covid. Le fait que le taux d'insolvabilité a jusqu'à présent seulement retrouvé le niveau d'avant la crise et n'a pas augmenté davantage est un indice de la pérennité de certaines de ces entreprises.



## CHIFFRE D'AFFAIRES DANS LA RESTAURATION

Chiffres d'affaires réalisés sur paiements par carte, moyenne sur 7 jours, indexé, 100 = 7 janvier 2019

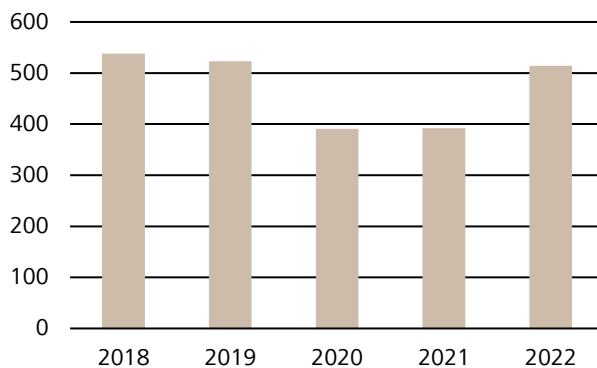


Source : Monitoring Consumption Switzerland, Raiffeisen Eco Research



## FAILLITES DANS LA RESTAURATION

Cumulé, janvier à novembre

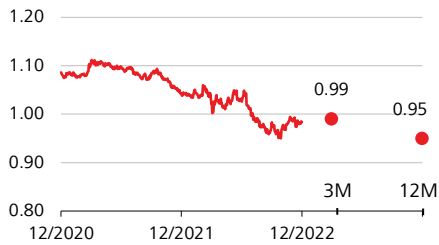


Source : Creditreform, Raiffeisen Economic Research

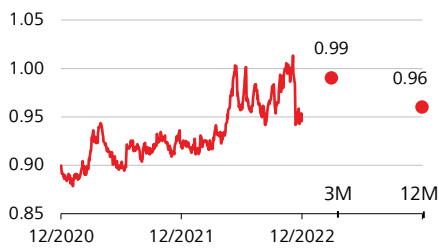
## Devises



## PRÉVISION

**EUR/CHF**

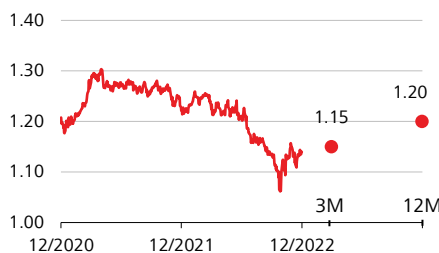
Le mois dernier, le cours de l'euro se situait entre 0.9718 et 0.9945 franc. Il a été soutenu par le ton «agressif» de la Banque centrale européenne (BCE): sa présidente, Christine Lagarde, avait en effet laissé entrevoir de nouvelles hausses du taux directeur. Toutefois, compte tenu des problèmes structurels et du risque croissant de récession dans la zone euro, il est peu probable que cela suffise à passer durablement au-dessus de la parité. En outre, un franc plus faible ne devrait pas intéresser la Banque nationale suisse (BNS) actuellement, car il augmenterait l'inflation importée. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que le cours EUR / CHF baisse légèrement à 0.95 sur l'année.

**USD/CHF**

Affichant 0.9357 franc en novembre, le dollar américain était temporairement à son niveau le plus bas depuis avril. La baisse plus forte que prévu de l'inflation aux Etats-Unis et les procès-verbaux de la dernière séance du FOMC en sont à l'origine. Ils ont en effet alimenté l'espoir des investisseuses et investisseurs que les vents contraires de la politique monétaire pourraient bientôt s'atténuer. Cependant, comme l'inflation est encore nettement supérieure à l'objectif de 2% de la Fed, sa politique monétaire restera restrictive jusqu'à nouvel ordre. Le cours USD / CHF a donc récemment dépassé sa limite inférieure, la différence d'intérêt avec la Suisse soutenant notamment le billet vert. A moyen terme, le déséquilibre structurel aux Etats-Unis devrait toutefois l'affaiblir quelque peu.

**EUR/USD**

L'euro a grimpé à plus de 1.04 dollar américain à la fin du mois. En termes d'analyse technique, la reprise se voit cependant désormais confrontée à une résistance au niveau de la moyenne mobile en baisse sur 200 jours. La tendance globale est clairement à la baisse. D'un point de vue fondamental, peu d'indices plaident en faveur d'un euro durablement fort, l'inflation record pesant sur la monnaie unique. La zone euro se dirige en outre vers une récession technique, alors que la situation économique des Etats-Unis est encore robuste. En conséquence, on peut supposer que les récentes hausses du cours étaient une exagération à la hausse. Nos prévisions annuelles pour le cours EUR / USD se situent à 0.99.

**GBP/CHF**

Après les turbulences liées la démission de la Première ministre Liz Truss, le cours de la livre sterling s'est stabilisé juste en-dessous de la barre des 1.15 franc en novembre. La monnaie britannique continue néanmoins de souffrir du ralentissement économique et de la forte inflation – l'inflation est passée de 10,1% à 11,1% en octobre. A notre avis, la livre sterling porte le fardeau d'un scénario trop négatif. En outre, la différence d'intérêt positive avec le franc suisse suggère une livre légèrement plus forte à moyen terme. Selon nous, la paire GBP / CHF se stabilisera à 1.20 sur douze mois.

**JPY/CHF\***

Le cours JPY / CHF poursuit sa tendance volatile à la stagnation. En tant que «valeur refuge», le yen profite de l'incertitude des investisseurs en raison des protestations contre les restrictions liées au coronavirus en Chine et du durcissement des sanctions des Etats-Unis contre les entreprises de technologies chinoises. La sous-évaluation chronique de la monnaie japonaise par rapport au franc suisse lui donne un élan supplémentaire. Cependant, force est de constater que la politique monétaire ultra-expansionniste de la Bank of Japan (BoJ) continue d'avoir un impact négatif et que ce jeu à somme nulle ne devrait guère changer pour le moment. Nous maintenons nos prévisions pour la paire de devises.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	1.2	-2.5	3.7	1.9	1.0
Zone euro	1.3	-6.8	5.2	2.5	0.0
Etats-Unis	2.3	-2.8	5.9	1.5	1.0
Chine	6.0	2.3	8.1	3.0	4.0
Japon	0.3	-4.8	1.9	1.5	1.0
Global (PPP)	2.8	-3.1	5.9	2.3	2.0

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	0.4	-0.8	0.6	3.0	2.5
Zone euro	1.2	0.3	2.6	8.0	5.5
Etats-Unis	1.8	1.2	4.7	8.5	4.0
Chine	2.9	2.5	0.9	2.2	2.0
Japon	0.5	0.0	-0.3	1.9	1.0



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	-0.75	0.50	1.00	1.00
EUR	-0.50	-0.50	1.50	2.00	3.00
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	3.75-4.00	4.25-4.50	4.25-4.50
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

## Taux du marché des capitaux (Rendements des obligations d'Etat à 10 ans ; fin d'année, rendement en %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.58	-0.15	0.99	1.50	1.50
EUR (Allemagne)	-0.57	-0.18	1.77	2.70	3.00
USD	0.91	1.51	3.52	4.40	4.00
JPY	0.02	0.07	0.27	0.30	0.50

## Cours de change (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	0.99	0.99	0.95
USD/CHF	0.89	0.91	0.94	0.99	0.96
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.69	0.70	0.70
EUR/USD	1.22	1.14	1.05	1.00	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.15	1.15	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	52	78	79	100	95
Or (USD/once)	1898	1829	1773	1800	1950

\*07.12.2022

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2018	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	2.9	1.2	-2.5	3.7	<b>1.9</b>	<b>1.0</b>
Consommation des ménages	0.6	1.4	-3.7	2.7	4.1	1.2
Consommation publique	1.0	0.7	3.5	2.7	1.2	-1.3
Dépenses de biens d'équipement	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.9	2.0
Investissements dans le bâtiment	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-4.3	-1.8
Exportations	4.9	1.5	-6.0	11.2	3.9	2.7
Importations	3.5	2.3	-7.8	5.4	6.8	3.7
<b>Taux de chômage en %</b>	2.6	2.3	3.2	3.0	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>Inflation en %</b>	0.9	0.4	-0.8	0.6	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>

## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste de Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zürich-Flughafen  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

## Auteurs

Alexander Koch  
Domagoj Arapovic

## Publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.  
[www.raiffeisen.ch/publications](http://www.raiffeisen.ch/publications)

## Internet

[www.raiffeisen.ch](http://www.raiffeisen.ch)

## Mentions légales importantes

### Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

### Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication.

Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

### Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.