

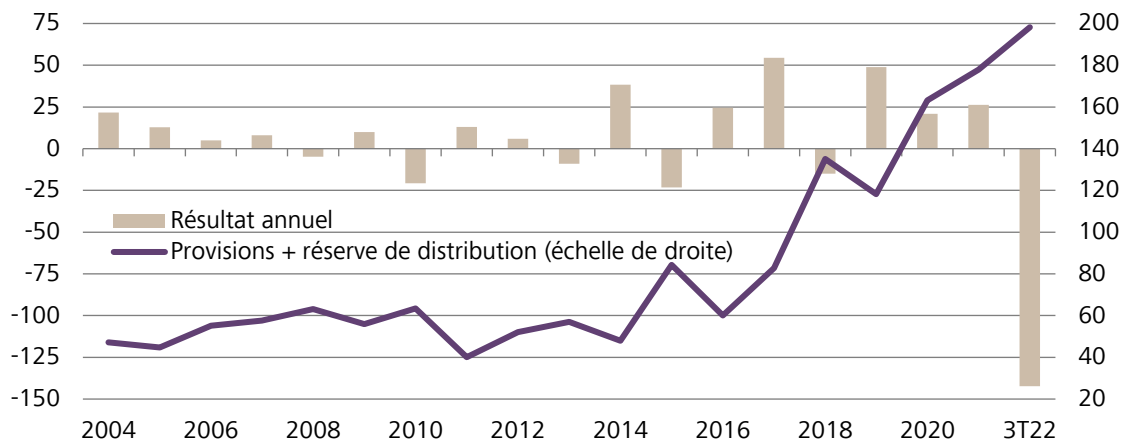
# Check conjoncturel

La conjoncture européenne continue d'afficher une vraiment bonne santé malgré l'ambiance partiellement dépressive. L'augmentation des subventions accordées pour faire face aux coûts de l'énergie et la baisse sensible des prix du commerce de gros du gaz ont récemment atténué quelque peu les craintes existentielles et réduisent la probabilité d'une récession plus profonde. Vu la pression sur les prix qui parallèlement se maintient à un niveau bien trop élevé, cela a cependant tendance à accroître le besoin d'action de la BCE. Les membres de la direction générale de la BNS considèrent eux aussi que le travail de la politique monétaire en Suisse n'est pas encore totalement achevé. Avec l'inflation qui vient d'enregistrer un nouveau recul en Suisse, on ne s'achemine toutefois pas du tout vers des taux d'intérêt beaucoup plus élevés.



## GRAPHIQUE DU MOIS: LA BNS A PRIS SES DISPOSITIONS

Positions du bilan de la BNS, en mia CHF



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

Dans le monde des taux négatifs, la BNS a engrangé des revenus d'intérêts sur les liquidités en CHF qu'elle a pompées dans le système financier par ses achats de devises. Or pour imposer son taux directeur actuel de +0,5% sur le marché monétaire, elle doit maintenant en contrepartie rémunérer en conséquence les liquidités excédentaires. Sans quoi le taux du marché n'augmenterait pas comme souhaité. Cela pèse sur le résultat de la BNS.

Cependant, cette année, la perte de valeur des réserves de devises a jusqu'ici contribué encore bien davantage à l'impact sur le bilan. En raison de l'adaptation des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, de la baisse des cours des actions ainsi que de la force du franc, la BNS a essuyé durant les trois premiers trimestres une perte extraordinaire de plus de 140 milliards de francs. Comme, durant les dernières années rentables, une grande partie des bénéfices a été utilisée pour constituer des réserves, le capital propre n'est toutefois pas encore épuisé. Et même si le capital propre pouvait être temporairement négatif, la Banque nationale suisse devrait avec

ses placements plutôt à long terme obtenir à la longue des revenus plus élevés que ce qu'elle doit payer pour ses obligations majoritairement à court terme. Toutefois, à brève échéance, un retour dans la zone bénéficiaire est vraiment très peu probable. Il faudrait une ruée massive sur les marchés des actions et surtout des taux de nouveau beaucoup moins élevés.

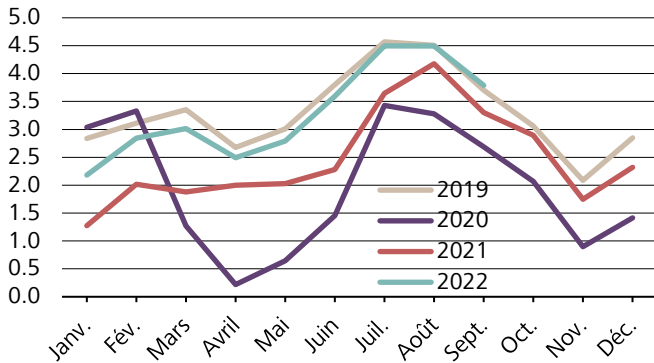
Avec une gigantesque perte annuelle, la distribution maximale de bénéfices de 6 milliards de francs convenue avec la Confédération et les cantons devrait elle aussi complètement tomber dans l'année à venir. Comme la BNS, quelques cantons ont déjà pris des dispositions. D'autres en revanche ont planifié ferme le coup de pouce financier, ce qui pourrait nécessiter des mesures d'épargne. Du fait de la forte reprise post-coronavirus, les finances fédérales ont cependant à nouveau évolué de manière plus réjouissante qu'attendu. Aussi, ni les finances de la BNS, ni celles de la Confédération menacent de se retrouver durablement en difficulté.

# Conjoncture



## NUITÉES RECORD

Nuitées dans l'hôtellerie suisse, en mio

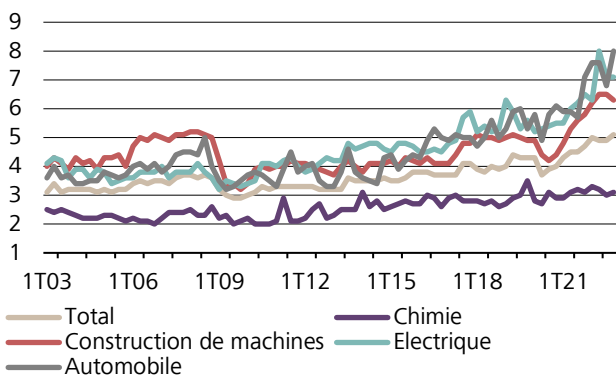


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## CARNETS DE COMMANDES BIEN REMPLIS

Industrie de la zone euro, carnets de commandes en mois

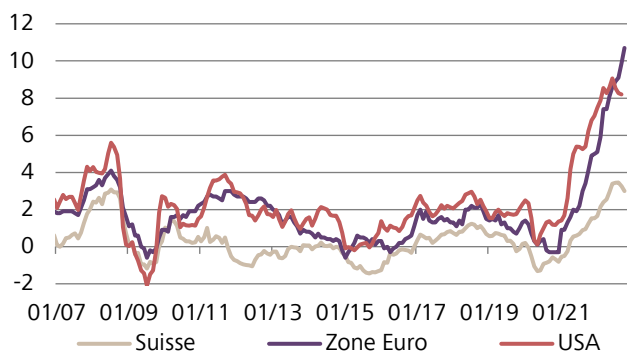


Source: Commission UE, Raiffeisen Economic Research



## PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Pas encore de scénario baissier

Sous l'effet de la crise énergétique et de la poussée inflationniste en Europe, le moral des entreprises et des consommateurs est en berne. La confiance des consommateurs mesurée par le SECO a elle aussi atteint dernièrement un nouveau plus-bas record. La consommation privée en Suisse s'est toutefois montrée capable de résister jusque dans l'automne. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont même repris de l'élan à la fin du 3ème trimestre. Et les nuitées dans l'hôtellerie ont enregistré un nouveau record durant le trimestre d'été. Les pays du sud membres de la zone euro ont eux aussi vécu une évolution semblable. L'économie italienne en particulier a ainsi pu encore progresser sensiblement au 3ème trimestre. C'est aussi la raison pour laquelle la zone euro n'est pas encore entrée en récession malgré le fort vent contraire que constitue l'explosion des prix de l'énergie.

Outre la fin des effets de rattrapage dans le tourisme, l'industrie européenne se montre toutefois elle aussi étonnamment robuste. Durant les derniers mois, les fabricants ont certes signalé un fort recul des entrées de commandes. Mais cela a été précédé par une augmentation record du volume des commandes. Et, dans quelques secteurs, les carnets de commandes ont même récemment encore augmenté sur la durée en raison de la persistance des goulets d'approvisionnement – ce qui pousse les entreprises à accroître encore les embauches.

En outre, l'augmentation des subventions pour l'énergie et les prix moins extrêmes du commerce de gros du gaz et de l'électricité atténuent un peu les craintes existentielles. Même si les signaux continuent de pointer vers une récession, les chances que les effets des prix de l'énergie soient moins dramatiques que redouté augmentent en parallèle. En Suisse, le Conseil fédéral continue d'estimer que des prestations de soutien ne sont pas nécessaires. La pression sur les coûts des entreprises et la perte de pouvoir d'achat des consommateurs sont à son avis supportables, l'inflation n'étant de loin pas aussi élevée qu'ailleurs.

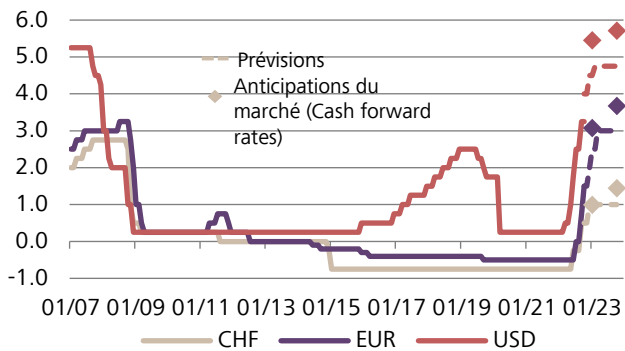
## Le pipeline des prix plus ou moins plein

Alors que l'inflation suisse a enregistré en octobre, pour le deuxième mois consécutif, une baisse plus forte qu'attendu à 3,0%, le taux annuel dans la zone euro a franchi la barre de 10%. En plus d'une nouvelle envolée des prix de l'énergie, la tendance sous-jacente des prix continue de pointer vers le haut – contrairement à ce qui se passe en Suisse. Et pour les mois à venir, les anticipations de prix ne font pas état de baisse de la pression exercée. Aux Etats-Unis, les entreprises ont en revanche annoncé récemment une hausse moins prononcée des prix. Les prix du gaz et de l'électricité n'y enregistrent pas d'envolée comparable à celle observée en Europe. Et l'atténuation des goulets d'étranglement fait s'inverser, en particulier aux Etats-Unis, les prix exagérés demandés pour certains produits en raison du coronavirus. Cependant, sans un affaiblissement conjoncturel plus important, on ne peut s'attendre, même aux Etats-Unis, à une normalisation trop rapide et totale de l'environnement inflationniste.

# Taux d'intérêt



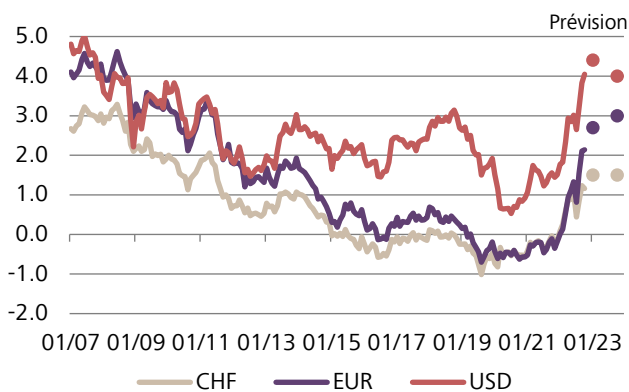
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



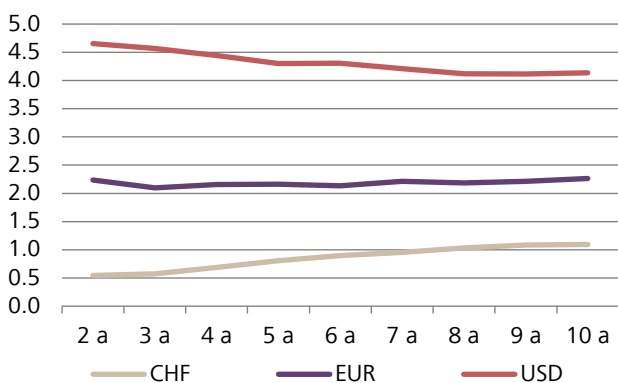
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT AU 09.11.22), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed prévoit de poursuivre sur sa lancée

La Banque centrale américaine ne cesse pas ses efforts pour juguler l'inflation. Début novembre, le taux cible des fonds fédéraux a été relevé pour la quatrième fois d'affilée de 75 points de base à 3,88%. Après ce sprint, le président de la Fed juge qu'il est certes approprié de réduire le rythme lors d'une des prochaines réunions mais qu'il ne faut pas encore songer à une pause. En raison du refroidissement clair jusqu'ici de l'économie américaine et surtout du marché de l'emploi durablement en surchauffe, Jerome Powell a encore corrigé vers le haut ses anticipations pour le point final des taux directeurs par rapport à septembre. La possibilité d'un resserrement insuffisant de la politique monétaire l'inquiète davantage qu'un dépassement. La rhétorique déterminée de la Fed a de nouveau stabilisé les rendements des bons du trésor américain à 10 ans au-dessus de la barre de 4%.

### La BCE navigue encore davantage à vue

La BCE garde aussi le pied sur la pédale des gaz. Après un deuxième relèvement des taux de 75 points de base lors de la réunion d'octobre, le taux des dépôts se situe à 1,5%. La banque centrale voit ainsi déjà des progrès substantiels dans la réduction des stimuli de la politique monétaire. Or le travail n'est pas encore terminé au vu de la pression bien trop forte sur les prix. La présidente de la BCE n'est pas sûre elle non plus qu'une normalisation suffise et qu'il ne faille pas en plus un resserrement, du fait notamment que le subventionnement croissant destiné à combattre les coûts de l'énergie réduit les tendances baissières conjoncturelles et qu'une stabilisation des prix pourrait tarder à venir. En raison des perspectives plus compliquées qu'aux Etats-Unis et encore incertaines, la BCE entend toutefois naviguer encore davantage à vue et décider d'autres mesures d'une réunion à l'autre en fonction des données. Malgré le ton un peu moins énergique de la toute dernière évaluation de la situation, plusieurs autres mesures sur les taux restent à considérer pour la BCE à l'horizon annuel. Nous pouvons nous aussi bien imaginer, sans une profonde récession, un resserrement vers 3%.

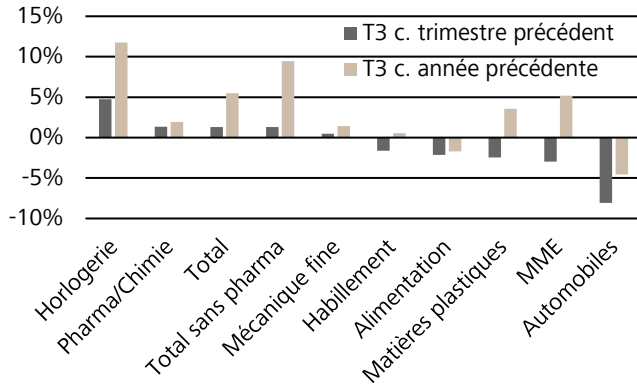
### La BNS entend faire encore quelques ajustements

Lors de l'augmentation du taux directeur à 0,5% en septembre, la BNS n'avait pas exclu d'autres mesures. Les membres de la direction générale ont depuis évoqué aussi dans leurs déclarations une nouvelle adaptation nécessaire en décembre. On n'est pas convaincu que l'objectif fixé à moyen terme pour l'inflation puisse déjà être atteint avec le niveau actuel des taux. Le franc qui s'est récemment à nouveau un peu affaibli pousse notamment pour des interventions encore un peu plus préventives. Sans signe d'accélération de l'inflation sous-jacente, l'urgence d'agir pour la BNS reste cependant comparativement minime. Par ailleurs, outre des hausses des taux plus fortes, il est possible de contrer l'inflation importée par des ventes de devises. La BNS se montre aussi prête à le faire si nécessaire. Nous jugeons ainsi qu'il n'est toujours pas nécessaire d'avoir en Suisse un taux directeur sensiblement supérieur à 1%.

# Branches suisses



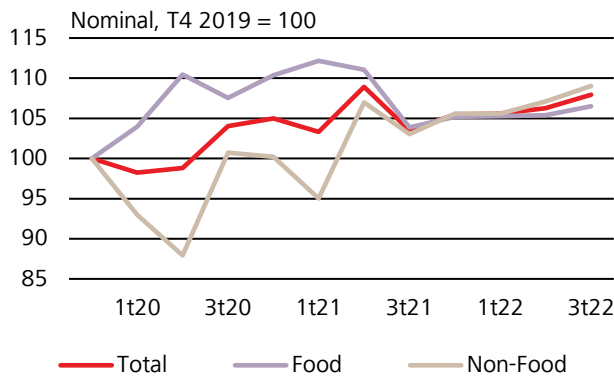
## CROISSANCE DES EXPORTATIONS, EN %



Source: AFD, Raiffeisen Economic Research



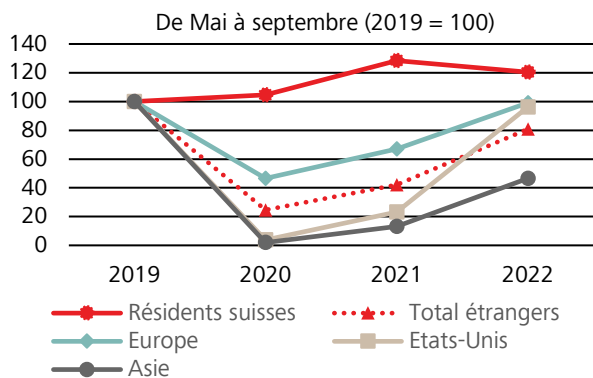
## CHIFFRES D'AFFAIRES DU COMM. DE DÉTAIL



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## NUITÉES, INDEXÉ\*\*



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

### Hausse unilatérale des exportations

La croissance des exportations suisses de marchandises s'est aussi poursuivie au troisième 3ème grâce au plus apporté par les deux principales branches exportatrices, la pharma et l'horlogerie. Les exportations horlogères ont augmenté de façon particulièrement considérable, les ventes en Chine s'étant à nouveau massivement redressées après la baisse due au coronavirus au début du printemps. Comparé à l'année précédente, le chiffre d'affaires a cependant aussi progressé dans d'autres marchés importants, tant en valeur qu'en volume. Dans la plupart des autres branches, les exportations ont toutefois récemment reculé, comme dans l'industrie cyclique MME, précédemment en forte croissance. En raison de l'affaiblissement de la conjoncture au niveau mondial, la demande étrangère menace de continuer à baisser en général.

### Le commerce de détail continue de croître

Dans la consommation privée, il n'y a en revanche presque pas si ce n'est aucune trace de frein. En raison du renchérissement en hausse, les salaires réels ont légèrement diminué cette année. Mais grâce au plein emploi et à l'immigration, la dynamique consommatrice reste robuste comme le montrent par exemple les chiffres d'affaires du commerce de détail qui ont fortement augmenté au troisième trimestre, même corrigés de l'influence des prix. Contrairement à l'année précédente, les chiffres d'affaires progressent maintenant plus rapidement dans le secteur non alimentaire que dans le secteur alimentaire, malgré de grandes différences à l'intérieur des groupes de produits. Dans l'électronique domestique et les articles de sport, le boom se poursuit selon les chiffres de l'OFS. Mais dans le secteur du do-it-yourself et de l'aménagement, la forte dynamique de croissance s'est pratiquement arrêtée. Actuellement, les chiffres d'affaires dans le secteur de l'habillement et des chaussures ne bougent toujours pratiquement pas.

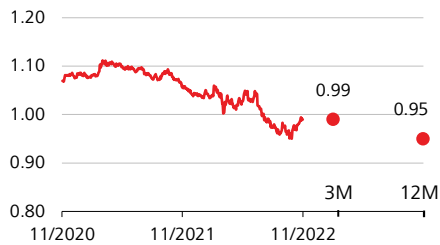
### Les touristes asiatiques ne reviennent que lentement

Dans le tourisme également, le bilan a dernièrement été positif, car la saison d'été a été notablement meilleure que durant l'année précédente. De mai à septembre, le nombre de touristes en provenance d'Europe et des Etats-Unis a été égal à celui d'avant la pandémie. Les résidents suisses se sont certes rendus à nouveau davantage à l'étranger mais le nombre d'entre eux qui ont également passé l'été en Suisse a de nouveau été supérieur à la moyenne. Ainsi, les nuitées ont de nouveau presque atteint le niveau d'avant la crise, même si la réduction du nombre d'hôtes asiatiques continue d'être énorme. En Chine, la population ne peut toujours pas voyager à l'étranger, tandis que le nombre de nuitées d'hôtes provenant d'autres pays asiatiques ne remonte lui aussi que très lentement. Compte non tenu de ce potentiel, les prévisions pour 2023 sont cependant plutôt réservées en raison du refroidissement de la conjoncture mondiale.

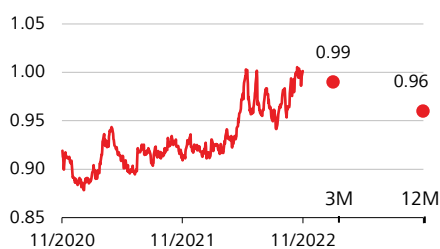
## Devises



## PRÉVISION

**EUR/CHF**

En octobre, l'euro a stoppé sa chute de plusieurs mois pour remonter la pente. Avec une hausse de 2,3%, la monnaie unique cote, pour la première fois depuis début juillet, juste au-dessous de la parité avec le franc suisse. Cela est principalement dû à l'attente des acteurs du marché que la Banque centrale européenne (BCE) relèvera les taux d'intérêt plus rigoureusement que la Banque nationale suisse (BNS). Il est toutefois peu probable que cela suffise à une reprise durable du cours EUR / CHF. En raison de sa nature cyclique, l'euro souffre davantage de l'affaiblissement de la dynamique conjoncturelle que le franc suisse. Notre prévision sur douze mois se situe à 0.95 franc.

**USD/CHF**

Bien que les perspectives économiques des Etats-Unis se soient assombries, la Fed continuera de resserrer sa politique monétaire. Les gardiens de la monnaie estiment que toute hésitation dans la lutte contre l'inflation reviendrait plus cher qu'une éventuelle récession. En conséquence, le dollar américain a temporairement augmenté à 1.0148 franc le mois dernier: le niveau le plus haut depuis 2019. Au regard des déséquilibres structurels aux Etats-Unis, une appréciation supplémentaire du billet vert nous semble cependant peu probable. Par ailleurs, le taux d'inflation nettement moindre en Suisse laisse envisager un franc plus fort. Nous voyons désormais le cours USD / CHF à 0.96 pour l'année.

**EUR/USD**

Dernièrement, le cours EUR / USD se situait entre 0.96 et 1.01. La monnaie unique européenne est, avant tout, stimulée par la politique monétaire. Compte tenu de la forte inflation, les investisseurs s'attendent à ce que la BCE resserre encore sa politique monétaire. Celle-ci a relevé son taux directeur de 0,75% pour la deuxième fois consécutive en octobre. Pendant ce temps, l'euro est confronté à des vents adverses sur le plan conjoncturel. Alors que la zone euro se dirige vers une récession (technique), la situation économique des USA est relativement solide en raison de la vigueur du marché de l'emploi. En somme, nous attendons un maintien à un niveau stable de la paire de devises pour les mois à venir.

**GBP/CHF**

La livre souffre de faiblesse sur le plan conjoncturel. Et les projets du gouvernement visant à sou-tenir l'économie au moyen de baisses d'impôts financés par des dettes sont un fardeau supplémen-taire. Ces projets ont d'ailleurs forcé la BoE à ajuster son programme d'urgence d'achats obliga-taires à deux reprises en octobre afin d'éviter ainsi un effondrement financier. L'intervention des autorités monétaires et la démission de la première ministre Liz Truss – et donc la disparition des plans de baisse des impôts – ont stoppé la chute de la livre. A notre avis, la monnaie porte le far-deau d'un scénario trop négatif. C'est pourquoi, nous avons légèrement relevé nos prévisions pour le cours GBP / CHF.

**JPY/CHF\***

Malgré l'inflation croissante (septembre: +3%), la Bank of Japan (BoJ) continue de s'opposer à une politique monétaire plus restrictive mondialement suivie. En conséquence, le yen japonais a de nouveau fléchi par rapport au franc suisse, le mois dernier. En termes d'analyse technique, il cote à désormais environ 10% au-dessous de sa moyenne journalière sur 200 jours. A moyen terme, la valeur japonaise devrait, à notre avis, rebondir légèrement de par sa sous-évaluation chronique. Cependant, cela ne devrait pas suffire pour initier un véritable revirement. Nous avons donc corri-gé légèrement à la baisse nos prévisions pour la paire de devises JPY / CHF.

\* multiplié par 100

Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

## 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	1.5
Zone euro	1.3	-6.8	5.2	2.5	0.5
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	1.09	1.50	1.50
EUR (Germany)	-0.57	-0.18	2.26	2.70	3.00
USD	0.91	1.51	4.14	4.40	4.00
JPY	0.02	0.07	0.26	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	0.98	0.99	0.96
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.68	0.70	0.70
EUR/USD	1.22	1.14	1.01	1.00	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.14	1.15	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	52	78	95	100	95
Or (USD/once)	1898	1829	1713	1800	1950

\*09.11.2022

## 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>1.5</b>
Consommation des ménages	0.6	1.4	-3.7	2.7	3.7	1.0
Consommation publique	1.0	0.7	3.5	2.7	0.7	-0.3
Dépenses de biens d'équipement	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.5	2.4
Investissements dans le bâtiment	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-2.1	0.7
Exportations	4.9	1.5	-6.0	11.2	1.1	2.3
Importations	3.5	2.3	-7.8	5.4	6.1	4.2
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<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.