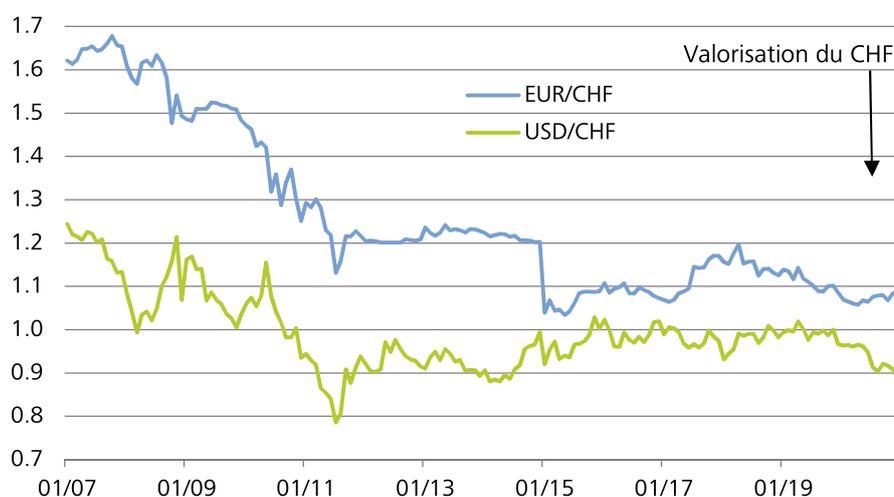


Check conjoncturel

Les mesures d'endiguement de la pandémie moins strictes, mais plus longues, ralentissent le rétablissement conjoncturel suisse lors du passage à la nouvelle année, même si l'effet est moins dur qu'au printemps et moins prononcé que chez les voisins. En raison du revers conjoncturel à court terme, la BCE a de nouveau nettement rallongé ses achats d'obligations. En revanche, le taux négatif de la BCE demeure inchangé, de sorte qu'en fin d'année, la BNS n'a pas été contrainte d'adapter sa politique de taux.



GRAPHIQUE DU MOIS : UN FRANC SUISSE PUISSANT



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Suisse présente un excédent de la balance courante largement supérieur à 2% du PIB. L'excédent de la balance commerciale suisse avec les Etats-Unis dépasse chaque année 20 Mrd. USD. Par ailleurs, sur 6 des 12 derniers mois, la BNS est intervenue sur le marché des devises avec l'équivalent de plus de 2% du PIB. Selon ses propres dires, au cours des trois premiers trimestres de 2020, elle a même racheté des devises pour 101 Mrd. CHF, soit plus de 14% du PIB. Ainsi, la Suisse satisfait les trois critères du Trésor américain pour être automatiquement qualifiée de pays manipulateur de sa monnaie.

Or, pour autant le président de la BNS, Thomas Jordan, ne veut rien changer à la politique monétaire, car selon lui, la BNS n'intervient pas pour procurer un avantage concurrentiel aux entreprises suisses par une dépréciation artificielle, mais pour remplir son mandat de stabilité des prix. Au cours des dernières années, aucune pression n'avait été exercée sur le taux de change, une appréciation excessive a été évi-

tée. Cela souligne le taux d'inflation le plus faible en comparaison internationale (actuellement -0,8%), et avant tout l'évolution des taux à long terme qui souligne la tendance haussière constante du franc depuis plus de dix ans.

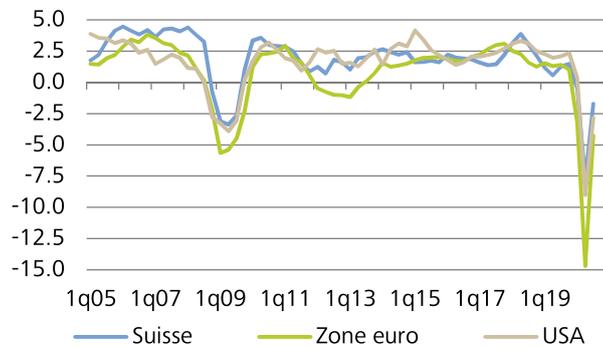
La BNS se montre donc confiante de pouvoir persuader l'administration américaine de la « légitimité » de l'approche suisse, sans provoquer de mesures punitives. Et d'ailleurs, elle semble bien placée pour réussir. Car les amendes commerciales pour devises sous-évaluées ne relèvent pas directement du Trésor américain, mais du Département du commerce qui en février a fixé ses propres critères pour des sanctions. Ainsi, « normalement, » on ne réagira qu'aux interventions sur les marchés des devises ordonnées par l'état, et pas à celles de banques émettrices indépendantes, dont la BNS fait clairement partie. Et si cette dernière renonce à de nouveaux achats de devises cette année suite à une détente conjoncturelle, elle devrait automatiquement disparaître de la liste noire du ministère du Trésor américain.

Conjoncture



PIB, REEL

En % par rapport à l'année précédente

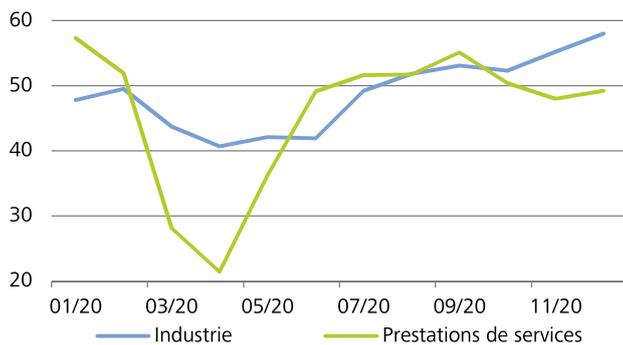


Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



INDICE DES DIRECTEURS D'ACHATS (PMI)

Suisse, corrigé des variations saisonnières

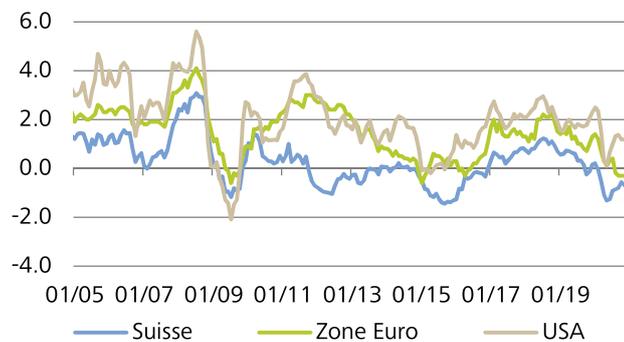


Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La deuxième vague retarde la reprise

La reprise vigoureuse de l'économie européenne a été freinée par la deuxième vague du coronavirus. Les principaux secteurs touchés sont de nouveau la gastronomie, les loisirs et autres prestataires de services à la personne. Les perspectives à court terme se sont par conséquent de nouveau assombries. En revanche, tant à échelle nationale qu'internationale, l'industrie a un effet stabilisant, car cette fois-ci, elle n'est pas fortement touchée par les fermetures ou l'interruption des chaînes logistiques. La reprise de l'industrie se poursuit depuis de faibles niveaux, et en fin d'année, les fabricants signalaient une nouvelle hausse des entrées de commandes.

Or, le renforcement progressif des restrictions en Suisse, entraînera globalement une nouvelle baisse du PIB en début d'année, même si elle n'aura, de loin, pas la même ampleur qu'au printemps. Mais aussi longtemps que l'infection n'est pas maîtrisée, aucune reprise durable ne pourra se faire. Nous entrons donc dans un hiver relativement sombre. Après au mieux l'immobilisation au premier trimestre, aucune reprise n'est à attendre. Les perspectives se sont éclaircies en l'espace d'un an sur un vaste front. Grâce aux avancées à la réjouissante rapidité en matière de vaccins, de nombreuses entreprises s'attendent à une normalisation de l'activité, surtout dans les secteurs encore fortement malmenés.

Aides conjoncturelles sans grand effet de poussée

Les programmes conjoncturels étatiques massifs ont évité un effondrement encore plus drastique de l'économie, notamment en raison de la stabilisation des revenus disponibles. Or, comme il s'agit avant tout d'aides de transition qui vont progressivement cesser cette année, il n'y a aucune poussée conjoncturelle de grande envergure à attendre. Par ailleurs, il devrait y avoir des « effets de rattrapage » retardés et insidieux en termes de faillites d'entreprise qui jusqu'à présent étaient assez faibles, assortis de réductions de postes permanentes. Au cours des prochains mois, les entreprises suisses prévoient globalement une nouvelle réduction légère de postes.

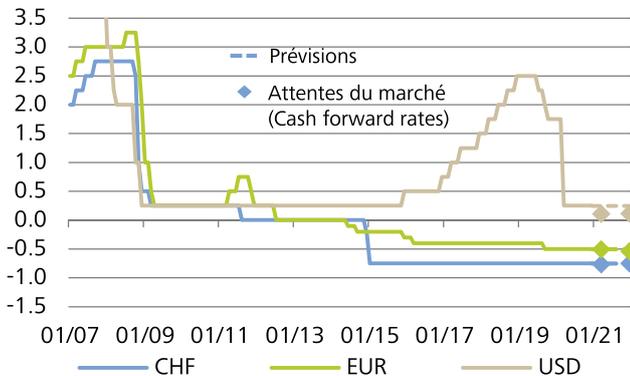
L'appréciation relative l'évolution des prix

Dans cet environnement, l'inflation des prix à la consommation devrait rester faible en Suisse et dans la zone euro. La fin de la baisse temporaire de la TVA en Allemagne va certes légèrement augmenter le taux annuel dans la zone euro en début d'année, au même titre qu'une hausse de l'impôt sur les carburants en Suisse. A cela s'ajoute que les anticipations de prix des entreprises ne traduisent quasiment pas de pression sur les prix. Dans la zone euro, le renforcement de l'euro a eu pour effet de juguler la hausse des prix, un phénomène bien connu en Suisse.

Taux



TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



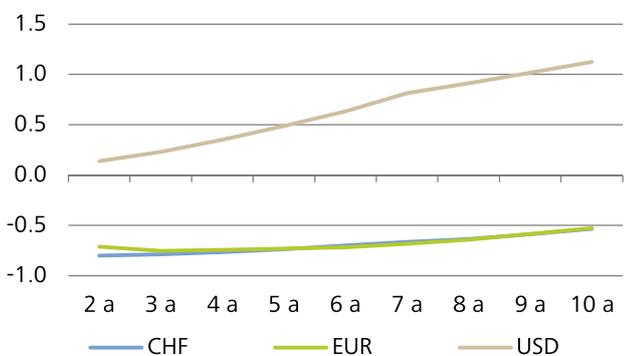
OBLIGATIONS D'ETAT SUR 10 ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ETAT : 08.01.21), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La BCE veut peser encore longtemps sur les taux à long terme

Face au revers conjoncturel à court terme, la BCE a de nouveau conclu un paquet de mesures. Elle prolonge notamment le Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) de 9 mois au moins jusqu'en mars 2022. Elle veut ainsi en toute flexibilité acheter autant d'emprunts que nécessaire pour maintenir les conditions de financement favorables pour l'économie et tous les états membres.

La BCE a toutefois laissé le taux négatif inchangé à -0,5%, pour ne pas restreindre davantage la capacité d'octroi de crédit des banques dans un contexte conjoncturel actuellement atone. Une nouvelle baisse des taux demeure toutefois dans la boîte à outils de la BCE, et pourrait en particulier être envisagée en cas de valorisation excessive de l'euro par rapport au dollar.

La BNS de nouveau sur la ligne de touche

Avec le taux directeur inchangé de la BCE, l'écart de taux avec la Suisse reste lui aussi inchangé. Ainsi, à l'heure actuelle, à ce niveau, il n'y a pas de nouvelle pression à l'appréciation pour le franc. A part cela, ces derniers mois, dans la foulée de l'adoption des aides conjoncturelles communautaires ainsi que des annonces prometteuses en termes de vaccins, le taux de change EUR/CHF a pu se stabiliser à un niveau un peu plus élevé.

L'évolution latérale des dépôts à vue des banques auprès de la BNS n'indique pas d'autres interventions, après le rachat au cours des trois premiers trimestres pour plus de 100 Mrd. de CHF en devises. Les interventions sur le marché des devises demeurent toutefois la première ligne de défense de la BNS. Avant d'opérer un tour de vis, si nécessaire, la Banque nationale va atténuer toute pression à la valorisation sur le franc par des achats accrus de devises.

La Fed ne veut pas normaliser les taux plus rapidement

La Fed a estimé que sa politique était bien calibrée en fin d'année. Malgré la hausse des taux longs en USD, les conditions de financement demeurent jusqu'à présent suffisamment stimulantes et les secteurs sensibles aux taux évoluent bien.

Indépendamment des anticipations conjoncturelles à moyen terme un peu plus optimistes, une grande majorité des responsables de la Fed tablent toujours au plus tôt sur 2024 pour le début d'une normalisation des taux. Et en cas de hausse rapide des anticipations de taux, la banque centrale américaine est disposée à acheter davantage d'emprunts à longue échéance, pour tenir à un faible niveau les rendements à long terme du Trésor.

Secteurs suisses – Gros plan sur l'industrie

A la différence de crises précédentes, le secteur des prestations de services est actuellement encore plus fortement sous pression que l'industrie. En effet, les mesures ordonnées par les gouvernements en vue de l'endigement du coronavirus, qui touchent au cœur de nombreux secteurs des prestations de services, tandis que le secteur industriel davantage orienté vers l'export est confronté à moins de restrictions. Lors du confinement au printemps dernier, la production industrielle a encore nettement reculé, environ le double qu'au cours des premiers mois de la crise financière mondiale de 2008/2009. La deuxième vague de corona pèse toutefois moins drastiquement sur ce secteur. Cette fois-ci, les chaînes de livraison et de production n'ont pas été fortement paralysés. Par ailleurs, entre-temps, la conjoncture mondiale s'est un peu rétablie, notamment la Chine, ce qui a donné un second souffle au commerce mondial des biens et par conséquent également à la production industrielle.

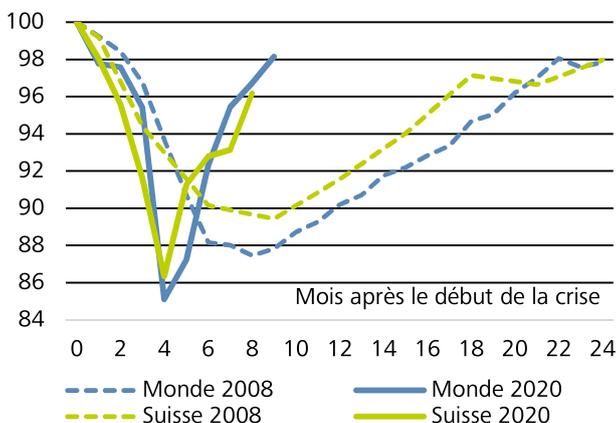
Après la crise financière mondiale, il a fallu trois longues années jusqu'à ce que la production industrielle suisse atteigne de nouveau le niveau d'avant la crise. Les chiffres de la production indiquent cette fois-ci plutôt une reprise rapide en forme de V (cf. graphique). Grâce aux aides gouvernementales massives et à la stabilisation de l'économie mondiale qui en résulte, l'industrie semble recouvrer un rythme normal. Un regard aux chiffres de la production globale révèle toutefois également des points d'interrogation et des risques. C'est ainsi que la reprise repose avant tout sur un nombre réduit de branches, comme par ex. l'industrie pharmaceutique, qui au troisième trimestre 2020 était la seule à afficher un volume de production plus élevé que l'année précédente. La plupart des autres secteurs ont toutefois un long chemin devant eux avant de retrouver le niveau d'avant la crise, comme par ex. l'industrie mécanique, électrique et métallique (industrie MEM) dont la

production accusait encore fin septembre une baisse de 15%. Une grande différence s'affiche également au niveau des chiffres à l'export. En novembre, les exportations des branches de la pharmacie et de la construction de véhicules se situaient au-dessus du niveau de l'année précédente. En revanche, le reste des secteurs a enregistré en moyenne une baisse de 6% des exportations.

En raison du contexte international difficile, nombreux étaient les secteurs déjà sous pression avant la crise du coronavirus. L'industrie MEM avait ainsi dès 2019 enregistré une baisse significative de son chiffre d'affaires. La récente reprise accorde un peu de répit à la plupart des entreprises industrielles, guère plus. En particulier les petites et moyennes entreprises sont confrontées à une situation très délicate, comme le montre l'indice Raiffeisen PMI PME (cf. graphique). Depuis quelques mois, le contexte dans lequel évoluent les PME est bien plus défavorable que celui des grandes entreprises. La comparaison avec l'indice PMI de procure.ch et Credit Suisse qui couvre l'ensemble de l'industrie l'illustre clairement. Il est vrai qu'en règle générale, les crises touchent plus fortement les PME que les grandes entreprises. C'était déjà le cas pour le choc du franc. Cela s'explique entre autres par le fait que les PME sont en règle générale moins diversifiées et disposent de plus petites réserves, de sorte qu'elles ont plus de mal à absorber des chocs externes. A l'heure actuelle, les carnets de commande des PME de l'industrie continuent de se vider, ce qui n'augure pas d'une reprise rapide des affaires. Les sondages indiquent certes que les entrées augmentent certes chez les grandes entreprises, mais elles aussi auront besoin de temps avant de recouvrer le niveau d'avant la crise.



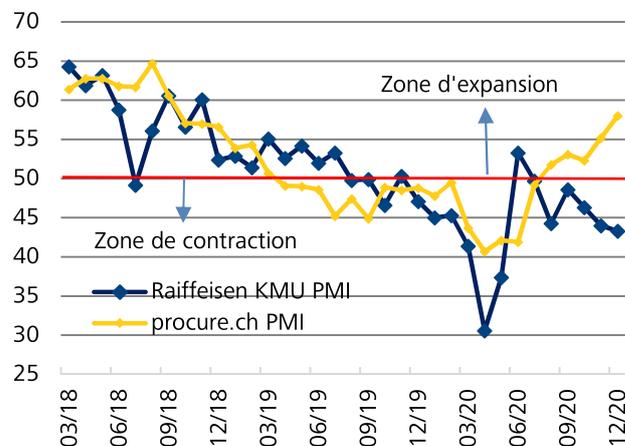
PRODUCTION INDUSTRIELLE, INDEXEE



Source : CPB, AFD, Raiffeisen Economic Research



PMI DE L'INDUSTRIE SUISSE

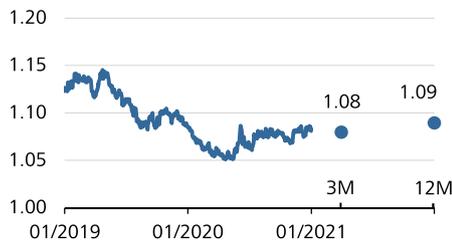


Source : procure.ch, Raiffeisen Economic Research

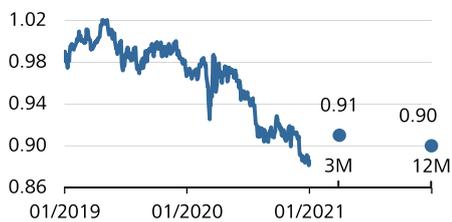
DEVISES



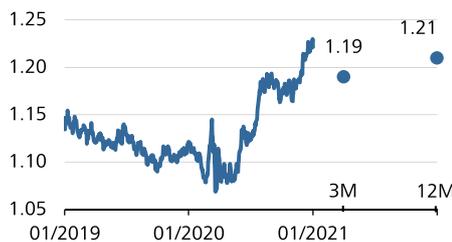
PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

A la mi-décembre, les Etats-Unis ont officiellement classé la Suisse comme manipulatrice de devises, seul pays à travers le monde à figurer aux côtés du Vietnam. Cette décision est principalement due aux interventions persistantes de la Banque nationale suisse (BNS) sur le marché des changes. Les Etats-Unis interprètent ces mesures comme une tentative de maintenir artificiellement le franc suisse à un niveau bas pour favoriser les exportations suisses. La BNS justifie en revanche sa politique monétaire du franc fort, notamment par rapport à l'euro. Aussi continuera-t-elle de tout mettre en œuvre de son côté pour empêcher une parité du cours EUR/CHF.

**USD/CHF**

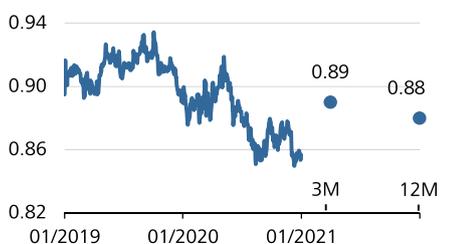
Le congrès américain a approuvé un plan de soutien de 900 milliards de dollars. Il doit permettre de relancer l'économie et de fournir des fonds supplémentaires pour lutter contre le coronavirus. Le déficit public américain continuera donc d'augmenter. La politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale américaine (Fed) ne devrait pas connaître de grands changements. Ces deux composantes affaiblissent le «billet vert». Après le dernier fléchissement de la surévaluation du dollar par rapport au franc suisse, en termes de parité du pouvoir d'achat, nous partons du principe que le cours USD/CHF continuera d'osciller entre CHF 0.88 et CHF 0.91.

**EUR/USD**

Avec une valeur d'USD 1.23, l'euro a atteint à la fin de l'année son plus haut niveau depuis le printemps 2018. Toutefois, au vu de la situation actuelle, il ne faut pas s'attendre à ce que la monnaie unique européenne continue de s'apprécier. En effet, la Banque centrale européenne (BCE) poursuit, elle aussi, une politique monétaire particulièrement souple, consolidant l'environnement de taux bas sur des années. En outre, de nouvelles dettes en Europe, tout comme aux Etats-Unis, ne semblent poser de problèmes à personne. Par précaution, on ne se pose pas la question des coûts ni de savoir qui devra les assumer en dernier ressort. Nous maintenons ainsi nos pronostics actuels à trois et douze mois.

**GBP/CHF**

Après de longues et âpres négociations, l'Union européenne (UE) et la Grande-Bretagne ont convenu d'un accord commercial à Noël. Outre la circulation des marchandises après le Brexit, il règle également des domaines comme les subventions publiques, le transport routier et aérien ou la sécurité sociale. Le parlement britannique a d'ores et déjà approuvé ce deal qui doit encore être ratifié par le parlement européen, qui se prononcera probablement en sa faveur. Toutefois, la livre sterling ne devrait pas connaître d'appréciation durable: malgré le contrat de 1'246 pages, de nombreuses questions ne sont pas encore réglées et devront être renégociées à l'avenir.

**JPY/CHF***

Parmi les banques d'émission, la Banque du Japon (BoJ) est considérée comme pionnière dans l'achat d'actions. Elle pourrait être devenue la plus grande actionnaire de son pays. Les préoccupations concernant une distorsion des marchés et une pression réformatrice moins forte sur les groupes japonais grandissent. Au vu de la déflation menaçante, la BoJ tient toutefois à sa politique monétaire souple. Pourtant, les investisseurs continueront de rechercher le yen japonais, comme le franc suisse, comme valeur stabilisatrice du portefeuille en temps de crise. Nous nous attendons à ce que la paire JPY/CHF stagne au cours des mois à venir.

* multiplié par 100

Source: Bloomberg, Raiff. Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2017	2018	2019	Prévision 2020	Prévision 2021
Suisse	1.7	3.0	1.1	-3.3	2.8
Zone euro	2.5	1.9	1.1	-7.5	5.0
Etats-Unis	2.4	2.9	2.3	-3.5	4.0
Chine	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
Japon	2.2	0.3	0.8	-5.5	3.0
Global (PPP)	3.8	3.6	3.3	-4.0	5.0

Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2017	2018	2019	Prévision 2020	Prévision 2021
Suisse	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.2
Zone-euro	1.5	1.8	1.2	0.2	0.9
Etats-Unis	2.1	2.5	1.8	1.2	2.0
Chine	1.6	2.1	2.9	2.7	2.0
Japon	0.5	1.0	0.5	0.0	0.2



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2018	2019	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.25 - 1.50	2.25 - 2.50	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25
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 %)

	2018	2019	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.15	-0.25	-0.54	-0.50	-0.30
EUR (Germany)	0.56	0.66	-0.53	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	1.11	1.00	1.20
JPY	0.32	0.26	0.03	0.00	0.10

Cours de change (Fin d'année)

	2018	2019	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.08	1.09
USD/CHF	0.99	1.00	0.89	0.91	0.90
JPY/CHF (x100)	0.83	0.83	0.85	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.22	1.19	1.21
GBP/CHF	1.25	1.28	1.20	1.20	1.19

Matières premières (Fin d'année)

	2018	2019	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	54	66	55	50	55
Or (USD/once)	1282	1517	1850	1950	2000

*11.01.2021

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2016	2017	2018	2019	Prévision 2020	Prévision 2021
PIB, réel, évolution en %	2.0	1.7	3.0	1.1	-3.3	2.8
Consommation des ménages	1.6	1.2	0.8	1.4	-4.5	5.1
Consommation publique	0.4	0.6	0.9	0.9	1.8	1.1
Dépenses de biens d'équipement	4.8	4.9	1.2	2.2	-3.9	4.2
Investissements dans le bâtiment	-0.1	1.4	0.2	-0.5	-0.8	1.0
Exportations	6.8	3.7	5.0	2.2	-4.7	4.2
Importations	4.0	3.8	3.2	2.5	-8.3	6.5
Taux de chômage en %	3.3	3.1	2.6	2.3	3.2	3.5
Inflation en %	-0.4	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.2

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, chef économiste
Brandschenkestr. 110d
8002 Zurich
economic-research@raiffeisen.ch

Auteurs

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Autres Publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.

www.raiffeisen.ch/publications

Internet

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.