

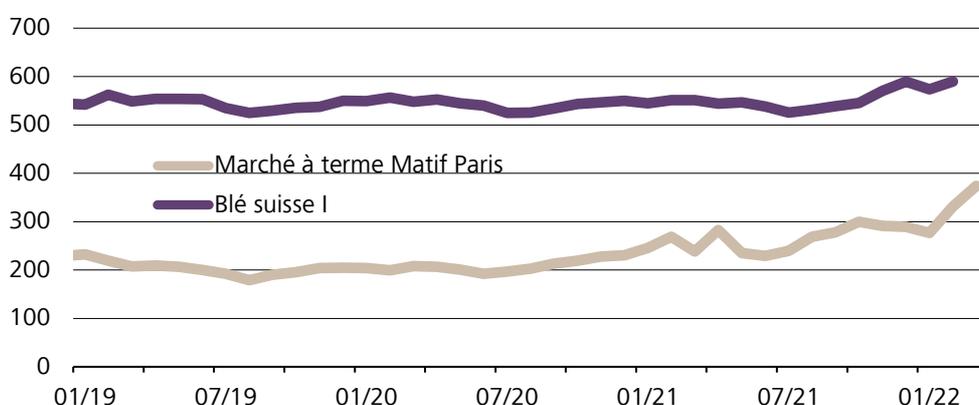
# Check conjoncturel

La crise du coronavirus a été remplacée presque sans transition par la crise en Ukraine. Le choc des prix des matières premières que cette dernière a engendré a de nouveau fortement accru les risques conjoncturels. En même temps, les risques d'inflation ont toutefois beaucoup augmenté eux aussi – ce qui nous a incités à relever nos prévisions pour cette année à 6,5% en particulier pour la zone euro et à quand même 2,5% pour la Suisse. En raison de la pression sur les prix, la Banque centrale américaine a appuyé sur l'accélérateur dans le cadre de la normalisation et voit un besoin accru de freiner même activement l'économie américaine. La BCE se prépare elle aussi plus rapidement à s'éloigner des taux négatifs à partir du deuxième semestre. En revanche, au vu des perspectives d'inflation comparativement modérées, la BNS ne voit toujours pas de raison de devoir forcément leur emprunter le pas rapidement.



## GRAPHIQUE DU MOIS: PROTECTION DES FRONTIÈRES DEVANT L'INFLATION

Prix du blé in CHF/tonne



Source: Euronext, BLW, Raiffeisen Economic Research

La crise en Ukraine a poussé vers le haut non seulement les prix de l'énergie mais aussi les prix internationaux du blé, entre autres. La Russie et l'Ukraine constituant plus d'un quart des exportations de blé, les cours ont environ doublé depuis le milieu de l'année dernière.

En Suisse, le niveau élevé des prix intérieurs a pour conséquence que les coûts des matières premières représentent la plupart du temps une part sensiblement moins élevée qu'ailleurs du prix final à la consommation. La part des coûts du blé dans le prix du pain se situe dans un pourcentage à un chiffre. De plus, en raison du verrouillage important du marché, les prix suisses des matières premières agricoles sont déjà beaucoup plus élevés et sujets à des variations bien moindres que les variations internationales des prix. Le système complexe de protection des frontières défend la production indigène contre la concurrence étrangère. Les quantités demandées en Suisse de produits agricoles qui ne peuvent pas être produites dans le pays peuvent toujours être importées presque sans droits de douane au moyen de

contingents flexibles. Tout ce qui est importé en plus est toutefois soumis à des droits de douane prohibitifs. Pour la plupart des sortes de blé, le taux est actuellement de CHF 275 par tonne, ce qui explique l'énorme écart par rapport aux prix UE (voir graphique).

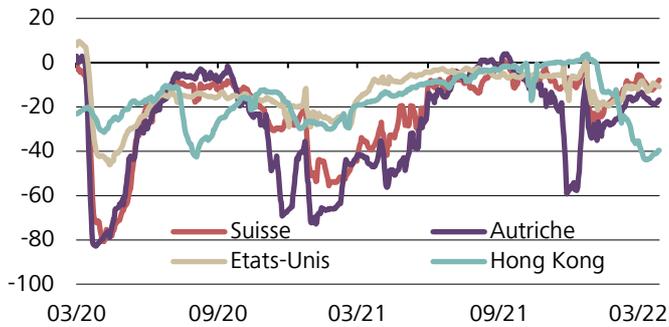
C'est pourquoi la hausse massive des prix internationaux du blé se répercutera beaucoup moins fortement sur le prix suisse du blé. Celui-ci n'a guère suivi non plus les plus fortes fluctuations internationales des prix précédentes et est plus influencé par le prix indicatif de la Commission «Marché-Qualité Céréales» compétente. Enfin, le Conseil fédéral a récemment augmenté les contingents d'importation du blé pour 2022 en raison de la mauvaise récolte de l'année dernière. Il est ainsi possible d'importer davantage de blé dont le prix a certes explosé mais qui demeure moins élevé que les coûts de la céréale indigène à remplacer. Le prix du pain ne va ainsi pas beaucoup renchérir. Grâce à ce mécanisme, les prix du commerce de détail des fruits et légumes ont même enregistré des baisses sensibles l'année dernière.

# Conjoncture



## MOBILITÉ

Hôtellerie et restauration, commerce de détail et établissements de loisirs

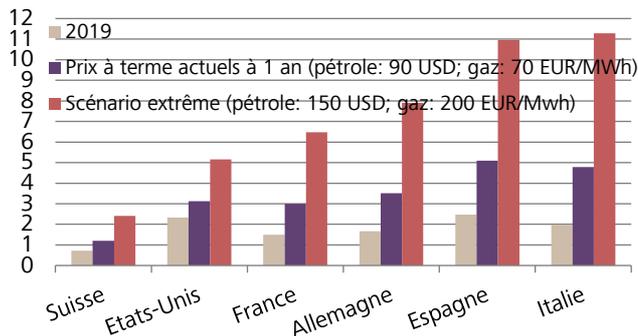


Source: Google, Raiffeisen Economic Research



## PRESSION DES COÛTS ÉNERGÉTIQUES

Part des coûts d'achat du gaz et des produits pétroliers, en % du PIB

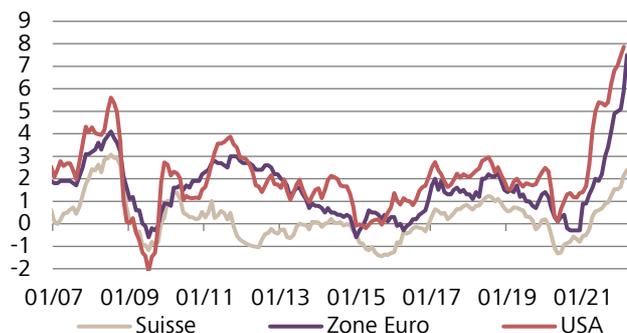


Source: BP, Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Plus de situation particulière

On apprend à vivre avec la variante Omicron, plus contagieuse mais moins agressive. En Suisse, les dernières mesures ont été levées le 1<sup>er</sup> avril. Beaucoup d'autres pays marchent dans la même direction et autorisent à nouveau une vie publique presque semblable à celle d'avant la pandémie. La reprise économique se poursuit ainsi surtout dans les branches des services fortement impactées. En Chine, en revanche, où des mesures interventionnistes plus sévères avait permis de maîtriser la propagation du virus durant les premières vagues, le taux moins élevé de contamination et la moindre efficacité des vaccins «prennent leur revanche». Des confinements successifs imposés localement continuent de freiner la demande intérieure.

## Choc des prix des matières premières dû à la guerre

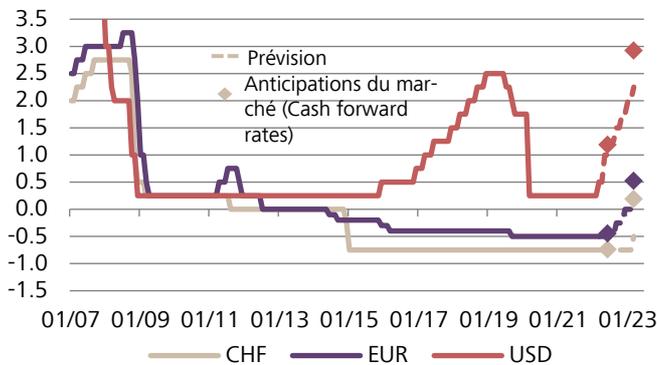
En Europe, la crise du coronavirus a toutefois été remplacée presque sans transition par la crise en Ukraine. Depuis l'invasion le 24 février, des sanctions massives ont été imposées à la Russie - essentiellement dans la finance et le commerce technologique. Le commerce avec la Russie de marchandises hors matières premières a déjà connu une forte réduction depuis l'annexion de la Crimée et ne représente pas non plus en Suisse de risque important pour la croissance, sa part représentant environ 1% des exportations totales. Mais il en va autrement pour le commerce des matières premières. Pour un grand nombre d'entre elles, la Russie occupe une position importante voire dominante. En Europe également, les livraisons de gaz en particulier ne peuvent être remplacées à court terme même avec de gros efforts. Il est vrai que les supprimer n'impliquerait pas forcément un rationnement vu qu'on est à l'aube de la période chaude. Mais la nouvelle envolée des prix qui s'ensuivrait entraînerait encore des coûts supplémentaires importants pour les branches industrielles friandes en énergie et les consommateurs.

La persistance des goulets d'étranglement dus au coronavirus a déjà entraîné précédemment des hausses de prix qui ont subsisté moins temporairement qu'attendu, voire durablement. Et les effets tant directs qu'indirects de l'augmentation des prix d'achat sur les prix aux consommateurs finaux sont clairement renforcés par le nouveau choc de l'offre. Même la Suisse n'est pas épargnée. Le franc fort, le niveau déjà très élevé des prix en Suisse ainsi que la dépendance au gaz comparativement moindre qu'ailleurs aident toutefois à y maintenir l'inflation à un niveau nettement moins élevé. Il est cependant très difficile actuellement de prévoir dans quelle mesure la perte de pouvoir d'achat due au choc des prix de l'énergie exercera effectivement un effet négatif sur les dépenses de consommation. Les ménages disposent en effet encore d'épargnes excédentaires parfois considérables constituées pendant la pandémie. Les prix plus élevés de l'énergie de chauffage ne sont très souvent répercutés que progressivement. Et surtout les politiques rivalisent actuellement de propositions d'aides en matière de coûts énergétiques qui, si elles ne compensent pas les coûts supplémentaires, peuvent tout de même les atténuer. C'est pourquoi une récession ou une stagflation n'est pas forcément le scénario de base, en particulier en Suisse mais aussi dans la zone euro.

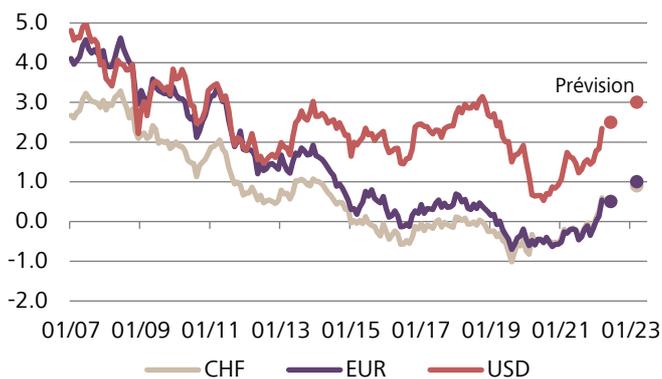
# Taux d'intérêt



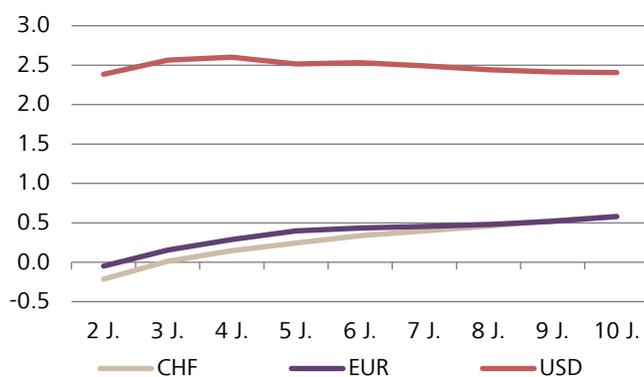
## TAUX DIRECTEURS, EN %



## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



## COURBE DES TAUX (ETAT: 01.04.22), EN %



### La Fed appuie sur l'accélérateur

Malgré la reprise très rapide et vigoureuse de l'économie américaine, la banque centrale américaine a maintenu longtemps sa politique monétaire ultra-accommodante. Ce n'est qu'à la fin de l'année dernière qu'elle a commencé prudemment à réduire les achats obligataires. Depuis, elle continue toutefois à un rythme soutenu. En raison des risques toujours croissants d'inflation, les achats nets ont entre-temps cessé et les taux d'intérêt ont été relevés en mars pour la première fois de 25 points de base. Il y a une année encore, une majorité des membres du Comité de politique monétaire (FOMC) de la banque centrale ne prévoyait pas d'augmentation des taux avant 2024. Maintenant ils souhaitent normaliser les taux aussi vite que possible, voire les porter au-dessus du niveau du taux d'intérêt d'équilibre estimé à environ 2.5%, afin de freiner activement l'économie. De plus, la réduction de l'énorme bilan de la Fed devrait être décidée en mai, ce qui aura un effet comparable à celui des augmentations des taux d'intérêt et soustraira surtout des liquidités excédentaires au système financier. Avec l'accélération opérée par la Fed, les taux en dollars américains ont à nouveau augmenté rapidement et fortement après un choc de courte durée dû à la situation en Ukraine, en particulier jusqu'à une durée de deux ans. La hausse à long terme est entre-temps devenue modérée, avec une Fed combattant résolument l'inflation, ou même «surréagissant».

### La BCE est à la traîne mais traîne

Pendant ce temps, la BCE voit à juste titre des risques conjoncturels nettement plus élevés pour la zone euro que la Fed pour les Etats-Unis. En raison de la pression sur les prix qui a continué de progresser récemment, en particulier aussi en Europe, elle ne s'écarte pas tout de suite de ses plans de normalisation. Les achats nets d'obligations devraient même être plus rapidement réduits à partir de mai. Et si les prévisions d'inflation à moyen terme ne sont pas non plus meilleures d'ici au deuxième semestre, les achats nets devront complètement cesser— cela rapidement suivi si nécessaire par le début d'une normalisation progressive des taux. Avec le pipeline de prix très bien rempli, une première augmentation des taux de la BCE devrait ainsi figurer actuellement en bonne position.

La Banque nationale suisse en revanche ne frémit pas encore. Elle a certes aussi revu fortement à la hausse ses prévisions inflationnistes pour cette année lors de sa réunion de mars, les portant de 1,0% à 2,1%. Cependant, un recul à 0,9% est à nouveau attendu pour 2023, au milieu de l'objectif d'inflation de 0 à 2%. Il n'y a donc pas de besoin urgent d'agir. La Banque nationale voit aussi moins de besoin d'agir en même temps sur le marché des devises. Elle a autorisé récemment une certaine appréciation du franc en raison des différences élevées d'inflation. Cela afin d'aider à freiner l'inflation en Suisse et à garantir la stabilité des prix. Une nouvelle appréciation trop rapide pourrait toutefois à nouveau remettre en question la reprise et même augmenter à nouveau le risque de déflation. C'est pourquoi les interventions ont été modérées au moins récemment. Et il reste important de conserver le taux négatif ou plutôt des taux d'intérêt suisses moins élevés qu'ailleurs.

# Branches suisses - Endettement

Avec la hausse de l'inflation, on voit s'approcher de plus en plus la fin de l'environnement mondial de taux très bas. Comparé à l'année dernière, les prévisions de taux se sont resserrées aussi en Suisse, ce qui explique pourquoi les taux d'intérêt du marché des capitaux y ont significativement augmenté. Quel est l'impact du revirement des taux pour les entreprises suisses qui, en comparaison internationale, se placent même en tête en matière d'endettement selon la Banque des règlements internationaux (BRI)?

Selon la BRI, les engagements des entreprises non financières en Suisse correspondent à plus de 140% du produit intérieur brut (PIB), alors que ce taux est en moyenne inférieur à 100% dans d'autres pays industrialisés. Avec la pandémie, le taux d'endettement mondial a encore sensiblement augmenté. En Suisse, l'endettement avait cependant déjà enregistré une hausse substantielle avant la pandémie, contrairement à la plupart des autres pays. Il serait toutefois erroné d'imputer cette hausse aux seuls taux négatifs. Des entreprises de grande taille se sont certes davantage refinancées sur le marché des capitaux grâce aux bas taux d'intérêt. Cela n'a toutefois pas entraîné d'accélération des crédits bancaires intérieurs dont le volume est ici nettement plus important.

Une grande partie de la hausse prétendument massive de l'endettement depuis 2015 doit plutôt être attribuée à l'interdépendance internationale de l'économie suisse. Les nombreuses entreprises multinationales qui s'endettent dans le pays contribuent de par leurs activités mondiales au PIB de différents pays mais leurs engagements sont uniquement imputés à la Suisse, ce qui crée une distorsion dans la comparaison avec le PIB. Les crédits internes des groupes consentis aux nombreuses filiales suisses à l'étranger compliquent aussi l'interprétation du taux d'endettement. Totalisant à peu près 400 milliards de francs, ces crédits représentent environ 40% de tous les engagements des entreprises non financières en Suisse. D'un point de vue

consolidé basé sur les groupes, le taux d'endettement suisse chute de 140% à un niveau nettement moins menaçant de 90%.

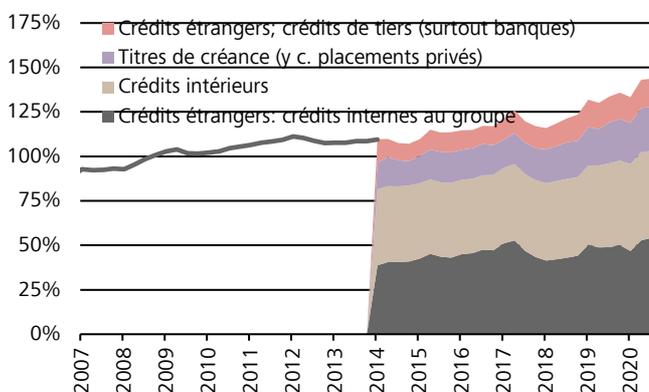
En ce qui concerne les crédits intérieurs, ce qui frappe à nouveau est la part élevée de l'immobilier qui s'élève, selon une estimation prudente, à au moins un tiers du volume total de crédit aux entreprises. Parmi la branche aussi appelée «construction et logement», on compte surtout des sociétés immobilières qui financent des objets de rapport ainsi que des projets promotionnels et de développement avec des hypothèques. Ces dernières années, le secteur immobilier a été le principal moteur de la hausse substantielle des crédits aux clients entreprises. Seule l'agriculture est encore plus fortement endettée en comparaison avec la création de valeur annuelle (voir graphique), mais pour une part sensiblement plus basse des encours totaux de crédit aux entreprises (3%). Des patrimoines importants servent de garanties face aux encours de crédits bancaires en Suisse. Il n'y a certes pas de données définitives quant à leur volume total, mais en moyenne 80% des encours de crédit sont garantis par des valeurs patrimoniales, et même plus de 95% dans le secteur immobilier.

Néanmoins, la hausse attendue des taux d'intérêt augmente la pression sur les marges. L'environnement devient particulièrement difficile pour les entreprises qui ne présentent de toute façon qu'une petite marge bénéficiaire. Dans l'ensemble, le problème d'endettement est cependant beaucoup moins aigu que l'ont laissé entendre les chiffres de la BRI. Aussi, il ne faut pas s'attendre à des turbulences plus importantes sur le marché, pas même dans le secteur immobilier. En raison de l'évolution démographique, la demande de logement demeure élevée, même si les taux montent. En même temps, des signes laissent penser que l'offre de logement restera en deçà de la demande dans les années à venir.



## ENDETTEMENT SUISSE DES ENTREPRISES

Entreprises non financières, en % du PIB

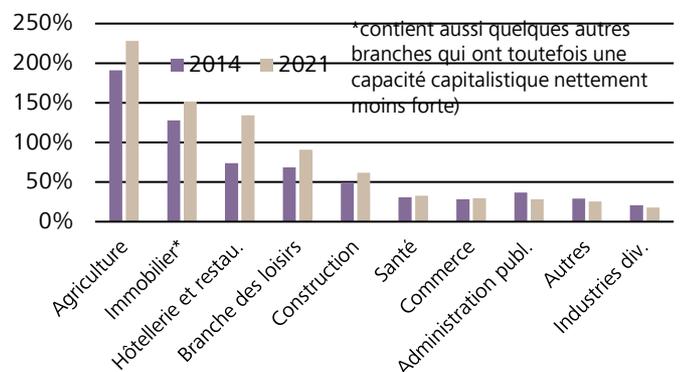


Source: BIZ, Raiffeisen Economic Research



## ENDETTEMENT PAR BRANCHES

Crédits bancaires ouverts en % de la création de valeur

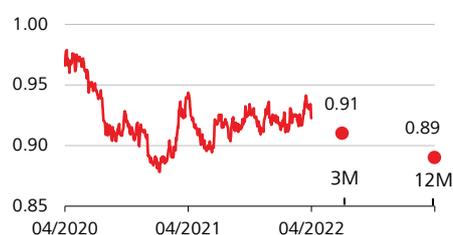


Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

## DEVISES



## PRÉVISIONS



\*multiplié par 100

Source: Bloomberg, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

**EUR/CHF**

A cause de la guerre en Ukraine, l'euro a fluctué entre 0.9969 et 1.0401 franc en mars et cotait ainsi, pour la première fois depuis la suppression du cours plancher en janvier 2015, temporairement sous la parité avec le franc suisse. La récente tendance à la reprise de l'euro est surtout liée à la réaction exagérée du marché et à l'activité accrue de la BNS sur le marché des changes, mais à notre avis, elle ne devrait pas durer. La demande élevée de monnaies «refuges» telles que le franc suisse ainsi que la différence croissante en termes d'inflation entre la Suisse et la zone euro font obstacle.

**USD/CHF**

La Fed a augmenté les taux directeurs au mois de mars. En revanche, les gardiens de la monnaie helvète ne relèveront pas les taux avant début 2023. La différence d'intérêt par rapport au franc suisse soutient donc le dollar américain, sous pression toutefois à cause d'une inflation qui se traduit par une hausse des coûts de production «rongeant» de plus en plus l'économie américaine. La Suisse n'est pas non plus épargnée par l'inflation, qui, à notre avis, sera néanmoins beaucoup plus modérée qu'aux Etats-Unis. Par ailleurs, le billet vert est grevé par la dette publique américaine qui va en augmentant. Nous prévoyons donc que le cours USD/CHF se situe à 0.89 sur 12 mois.

**EUR/USD**

Le mois dernier, l'euro est temporairement passé sous la barre des USD 1.10 avant d'atteindre à nouveau sa moyenne mobile sur 50 jours (USD 1.1181). L'euro souffre de l'invasion russe ainsi que du biais plus restrictif de la Fed. Cependant, il y a déjà beaucoup d'éléments négatifs intégrés dans les cours actuels. Le billet vert, quant à lui, est grevé par le double déficit des Etats-Unis (budget, balance des paiements courants). Nous tablons sur un maintien à un niveau stable du cours EUR/USD.

**GBP/CHF**

En raison de sa nature cyclique, la livre sterling était volatile après le déclenchement de la guerre en Ukraine. En effet, la monnaie britannique a évolué dans la fourchette entre 1.21 et 1.24 franc. Malgré une troisième hausse consécutive des taux, la Bank of England (BoE) devrait resserrer davantage sa politique monétaire: jusqu'à cinq hausses d'ici à la fin de l'année, selon les acteurs du marché. La différence d'intérêt qui se creusera par rapport au franc suisse renforcera la livre. Cependant, son potentiel de hausse est limité par les conséquences économiques du Brexit. A notre avis, la paire GBP/CHF restera à 1.25 sur l'année.

**JPY/CHF\***

La Bank of Japan continue de considérer la pression inflationniste croissante comme un phénomène temporaire. Contrairement à la tendance mondiale à un retournement des taux, les gardiens de la monnaie s'en tiennent donc à leur politique monétaire ultra-souple, ce qui a fait souffrir le yen japonais au mois de mars. En effet, par rapport au franc suisse, il a baissé temporairement à 0.7509, ce qui correspond à son plus bas niveau depuis l'été 2015. Nous nous attendons toutefois à ce que la différence d'intérêt positive, ainsi que la forte sous-évaluation par rapport au franc suisse, conduisent à une appréciation de la monnaie japonaise à long terme. Dans ce contexte, nous ne voyons actuellement aucun besoin de modifier nos prévisions concernant le cours JPY/CHF.

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	1.2	-2.5	3.7	2.5	1.8
Zone euro	1.3	-6.8	5.2	3.5	2.2
Etats-Unis	2.2	-3.5	5.7	3.0	2.2
Chine	6.0	2.3	8.1	5.0	4.6
Japon	0.3	-4.8	1.9	2.5	1.5
Global (PPP)	2.8	-3.1	5.9	3.6	3.4

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	0.4	-0.8	0.6	2.5	1.0
Zone euro	1.2	0.3	2.5	6.5	2.0
Etats-Unis	1.8	1.2	4.7	7.0	2.5
Chine	2.9	2.5	0.9	2.2	2.0
Japon	0.5	0.0	-0.3	1.5	1.0



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.50
EUR	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	0.00
USD	1.50-1.75	0.00-0.25	0.25-0.50	1.00-1.25	1.75-2.00
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 %)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.50	-0.58	0.61	0.50	0.90
EUR (Germany)	-0.19	-0.57	0.62	0.50	1.00
USD	1.88	0.91	2.56	2.50	3.00
JPY	-0.02	0.02	0.23	0.20	0.20

## Cours de change (Fin d'année)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.02	1.04	1.01
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.91	0.89
JPY/CHF (x 100)	0.89	0.86	0.75	0.82	0.84
EUR/USD	1.12	1.22	1.09	1.14	1.14
GBP/CHF	1.27	1.21	1.22	1.26	1.25

## Matières premières (Fin d'année)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	68	52	105	105	90
Or (USD/once)	1515	1898	1927	1950	1950

\*07.04.2022

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2018	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.5</b>	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.8</b>
Consommation des ménages	0.6	1.4	-3.7	2.7	3.4	1.3
Consommation publique	1.0	0.7	3.5	2.7	-0.7	-0.1
Dépenses de biens d'équipement	2.1	1.3	-2.5	4.0	3.1	2.8
Investissements dans le bâtiment	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-0.2	0.8
Exportations	4.9	1.5	-6.0	11.2	5.3	3.6
Importations	3.5	2.3	-7.8	5.4	5.0	3.6
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</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.