

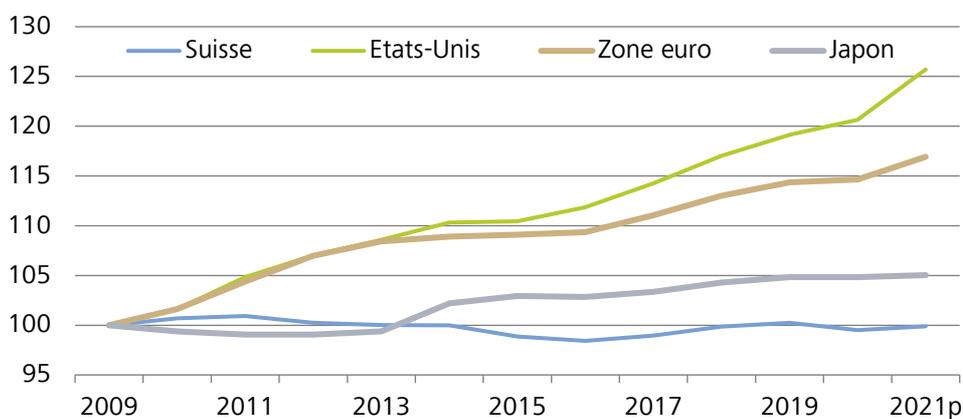
Check conjoncturel

L'ajournement de nouveaux assouplissements des mesures de lutte contre le coronavirus et la persistance des goulets d'étranglement à l'échelle mondiale freinent la reprise conjoncturelle. Parallèlement, les pénuries plus longues qu'attendu concernant surtout les marchandises ont parfois entraîné de très fortes hausses des prix. Au vu de l'augmentation des taux d'inflation, la Banque centrale américaine s'attend à atteindre plus vite son objectif d'inflation moyenne. C'est pourquoi les banquiers centraux américains prévoient d'entamer la normalisation de la politique monétaire encore cette année. Pour la BCE en revanche, il n'est de loin pas encore temps d'y penser. Le taux d'intérêt négatif de la BNS ne bouge pas lui non plus. En lieu et place, la Banque nationale continue de soigner la paire EUR/CHF par des achats de devises.



GRAPHIQUE DU MOIS: LA DISPARITÉ DES PRIX RENFORCE LE FRANC

Indice des prix à la consommation (2009=100)



Source: Eurostat, OFS, Raiffeisen Economic Research

Lors de sa réunion trimestrielle de septembre, la BNS a confirmé la nécessité de poursuivre une politique monétaire expansive. Si nécessaire, elle continuera d'intervenir sur le marché des devises pour contrer la pression à la hausse sur le franc, que la BNS juge toujours surévalué.

Et apparemment, le besoin n'a cessé de se faire sentir depuis les premiers mois de l'année. Tant au début de l'année qu'en août, la BNS est intervenue ponctuellement sur le marché des devises, à chaque fois que le cours EUR/CHF est tombé au-dessous de 1,08. Etonnamment, la BNS a en outre elle-même communiqué avoir également effectué des achats de devises de l'ordre de 5,4 milliards de francs au deuxième trimestre, alors que le cours EUR/CHF se situait la plupart du temps au-dessus de la barre de 1,09. Les gardiens de la monnaie ne se sont donc manifestement pas montrés prêts jusqu'ici à abaisser le seuil d'intervention en vigueur depuis longtemps.

Cela serait toutefois indiqué à la longue. Car l'économie suisse est comparativement de constitution robuste et en particulier la dynamique plus faible des prix par rapport à d'autres zones monétaires montre que le franc est toujours moins surévalué si tant est qu'il le soit encore. La régression durable des hausses de prix en Suisse constitue en effet fondamentalement un argument en faveur d'une appréciation nominale du franc, afin que les relations réelles des prix, à savoir la parité de pouvoir d'achat soient préservées dans la durée. Sous l'effet des hausses de prix à nouveau sensiblement plus fortes cette année dans la zone euro, l'écart entre les indices des prix à la consommation s'accroît depuis 2009 à plus de 17%. Si l'on prend les prix à la production, qui contiennent moins de prestations de service nationales «immobiles» et sont plus importants pour la compétitivité des prix à l'international, la différence dépasse même 25%. A cette aune, un seuil «fixe» d'intervention paraît de moins en moins justifié.

Conjoncture



INDICATEUR D'ACTIVITÉ SECO

Activité économique en % par rapport au niveau du 4T19



Source: SECO, Raiffeisen Economic Research

Le chemin de la reprise devient plus rocaillieux

L'économie mondiale poursuit son rétablissement après la crise déclenchée par la pandémie. Celle-ci continuant de nous accompagner et les mesures de restriction n'étant toujours pas complètement levées dans la plupart des pays, la normalisation se fait toutefois attendre dans certaines des branches de service touchées. De plus, la poussée de rattrapage ayant suivi le confinement s'est entre-temps largement essoufflée.

Ainsi la conjoncture évolue à nouveau à un rythme sensiblement plus lent. C'est particulièrement vrai en Suisse où les assouplissements ont été déployés relativement tôt. Tandis que le commerce de détail a par exemple continué de s'améliorer en France au troisième trimestre, le commerce de détail suisse a enregistré quant à lui une correction extrêmement forte.

Il est vrai que, pendant ce temps, la demande industrielle reste solide. Les carnets de commande bien remplis ne peuvent cependant souvent pas être exécutés rapidement en raison des capacités déjà bien exploitées ou de la persistance des goulets d'étranglement. Les adaptations et les réductions nécessaires de la production freinent la poursuite de l'expansion. Bien deux tiers des contacts commerciaux de la BNS communiquent des difficultés d'approvisionnement accrues pour le troisième trimestre. Les entreprises veulent toutefois continuer d'engager, en particulier dans le secteur de la santé et celui de l'hôtellerie et la restauration.

Dans l'ensemble, l'économie suisse ne devrait guère avoir progressé au troisième trimestre après que le PIB a presque à nouveau atteint le niveau d'avant la crise au deuxième trimestre, enregistrant une vigoureuse augmentation trimestrielle de 1,8%. L'indicateur hebdomadaire d'activité SECO pour l'économie suisse indique presque un freinage complet de la dynamique.

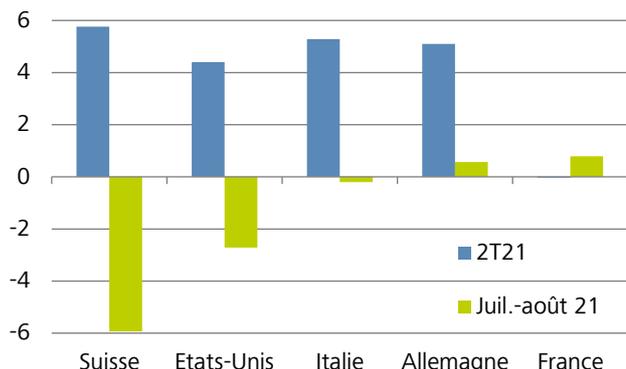
Les goulets d'étranglement pas encore terminés

Une détente générale n'est toujours pas en vue concernant les goulets d'étranglement à l'échelle mondiale. La pression sur les prix reste par conséquent élevée. Et les entreprises sont toujours plus nombreuses à penser répercuter la hausse des coûts d'achat sur les consommateurs finaux. Cependant, les prix très élevés de certains biens de consommation en particulier devraient finir par être corrigés dans une grande mesure, si l'offre et la demande se stabilisent. Toutefois, plus les difficultés d'approvisionnement subsisteront, plus il y aura de catégories de prix affectées. Et cela fera augmenter la probabilité d'effets secondaires comme l'augmentation des prétentions salariales générales. Surtout aux Etats-Unis, un recul plus important des taux d'inflation, en forte hausse actuellement, pourrait alors durer plus longtemps que prévu. En Suisse, en revanche, la pression sur les prix reste toujours comparativement modeste, grâce notamment au franc qui reste solide.



COMMERCE DE DÉTAIL

Chiffres d'affaires, réel, en % par rapport au T précédent



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente

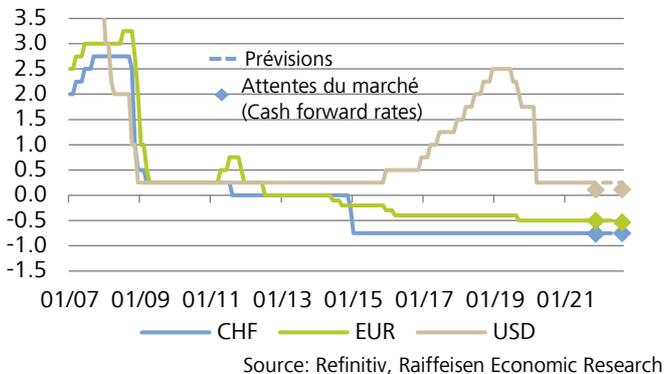


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

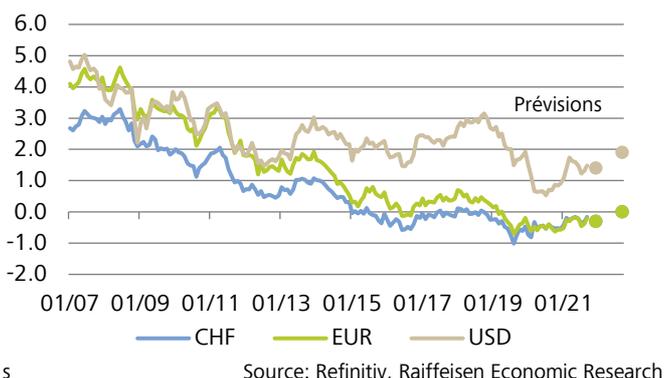
Taux



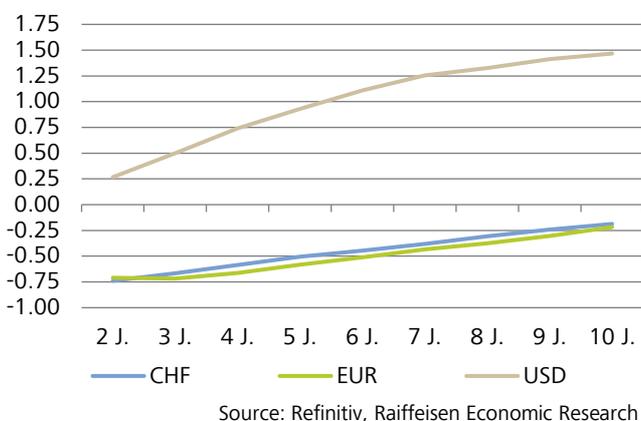
TAUX DIRECTEURS, EN %



OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



COURBE DES TAUX (ÉTAT: 01.10.21), EN %



La Fed entend déjà entamer bientôt une normalisation

La pression persistante sur les prix entraîne une atteinte plus rapide de l'objectif inflationniste de la Banque centrale américaine. Le président de la Fed a par conséquent laissé entendre qu'une décision sur la diminution des achats d'obligations pourrait déjà intervenir en novembre lors de la prochaine réunion. Il règne aussi manifestement un large consensus sur la vitesse du «tapering». On envisagerait de cesser les achats nets d'ici au milieu de l'année prochaine. Entre-temps, les membres du Comité de politique monétaire (FOMC) tablent aussi sur une normalisation des taux d'intérêt intervenant bien plus tôt que prévu il y a encore six mois. La moitié des banquiers centraux s'attend maintenant à une première hausse des taux d'intérêt déjà d'ici la fin de l'année prochaine. La fourchette des prévisions de taux est toutefois importante, ce qui dénote la grande incertitude quant à l'évolution future des prix. La Fed continue de penser que la hausse de l'inflation est de nature largement temporaire. En cas de stabilisation des prix, les prévisions de taux pourraient bien revenir en arrière l'année prochaine. Cependant, les risques d'inflation restent actuellement encore clairement orientés vers le haut, ce qui finalement a récemment fait au moins sortir un peu les taux d'intérêt à long terme de leurs niveaux «dépressifs».

La BCE recalibre le programme d'achats

En septembre, la BCE a décidé de réduire modérément les achats d'obligations en nette hausse depuis mars. Toutefois, la fin concrète du Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) n'est pas encore annoncée. Et les achats nets d'obligations seront en tous les cas poursuivis indépendamment du PEPP et cesseront peu avant le commencement d'une normalisation des taux. C'est pourquoi, pour Christine Lagarde, présidente de la BCE, l'adaptation du rythme des achats n'est pas du «tapering» comme l'entend la Fed mais un «recalibrage» des achats flexibles. Avec des prévisions inflationnistes à moyen terme de 1,5%, soit toujours largement au-dessous de la valeur cible, Mme Lagarde estime que la BCE est encore assez éloignée d'une normalisation des taux.

Les taux d'intérêt négatifs de la BNS ne bougent pas

Le Directoire de la BNS ne voit lui aussi toujours pas de possibilité de mettre fin à la politique des taux d'intérêt négatifs. La Banque nationale entend maintenir l'écart par rapport à la zone euro. Il ne faut pas non plus répondre aux déséquilibres croissants sur le marché de l'immobilier résidentiel par une augmentation des taux d'intérêt. A cet effet, la BNS étudie une réactivation du coussin de fonds propres anticyclique pour les banques, abandonné temporairement en raison de la pandémie. Le coussin devrait accroître la résistance des banques. Il ne faut toutefois pas s'attendre à un impact sur la demande de biens immobiliers qui reste élevée.

Branches suisses – Coûts énergétiques

Après la forte hausse des métaux industriels et de beaucoup d'autres matières premières, les prix de l'énergie ont eux aussi pris l'ascenseur, en particulier dans l'UE et en Grande-Bretagne. Cela touche en particulier le gaz naturel qui maintenant coûte plusieurs fois plus cher qu'avant la pandémie. En conséquence, l'alimentation électrique a elle aussi sensiblement renchéri car, dans un grand nombre de pays européens, le gaz naturel constitue une part importante du mix d'électricité, environ 20% en moyenne. Les raisons de la flambée des prix du gaz sont multiples. En été et en automne, les réservoirs de gaz nationaux sont remplis en prévision de l'hiver. Or cette fois cela présente des difficultés. Les stocks sont restés bas parce qu'il a fallu chauffer plus que la moyenne l'hiver dernier et que la demande de gaz naturel est ensuite restée élevée en raison de la reprise conjoncturelle mondiale. De plus, il a fallu détourner cette année plus de gaz naturel pour la production d'électricité, les éoliennes ayant livré moins d'énergie du fait d'absences de vent inhabituelles.

Pour couvrir ses besoins, la Suisse importe du gaz naturel d'Europe, dont environ la moitié provient en fait de Russie. La plupart du temps, l'achat a lieu sur le marché à terme à des prix fixés d'avance, de sorte que les prix plus élevés du commerce de gros ne sont répercutés sur la facture des clients finaux que plus tard. Or la répercussion a déjà commencé. Ainsi, sur la centaine de fournisseurs locaux de gaz suisses, certains ont déjà majoré leurs prix de plus de 10% et d'autres le feront incessamment. En comparaison de l'UE, les effets sont toutefois moins radicaux. En Allemagne par exemple, presque un appartement sur deux est chauffé au gaz et en Grande-Bretagne encore bien davantage. En Suisse en revanche, seul un ménage sur cinq se chauffe au gaz. En outre, contrairement à l'UE, le gaz est peu utilisé en

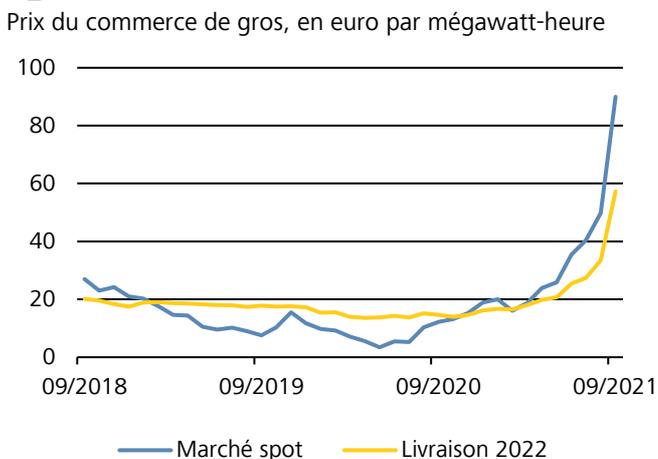
Suisse pour produire de l'électricité. Les adaptations du tarif de l'électricité des exploitants de réseau pour l'année à venir sont par conséquent modérées. Un ménage typique paie 3% de plus, pour les PME la facture d'électricité de 2022 augmentera en moyenne de 2%. Pour l'industrie, qui couvre 40% de ses besoins d'énergie avec du gaz, cette hausse devrait être supportable.

Encore une fois, le gaz naturel assure environ 30% des besoins de l'industrie et est surtout utilisé pour produire de la chaleur industrielle, c'est-à-dire la chaleur nécessaire aux procédés techniques. Les 30% restants des besoins en énergie sont constitués de plusieurs catégories plus petites comme l'huile de chauffage. Presque toutes les branches industrielles spécialement gourmandes en énergie utilisent même autant de gaz naturel que d'électricité voire davantage (voir graphique). Les branches où la consommation de gaz est la plus grande sont le papier, la production et le traitement métallurgiques, le verre et la céramique ainsi que la chimie. Dans ces quatre branches, les coûts du gaz constituent actuellement en moyenne entre 2,5% et 7,5% de la création de valeur et peuvent donc tout à fait peser lourd dans la facture de certaines entreprises, si la pression sur les prix se maintient dans la durée.

Dans le reste de l'industrie, la charge financière est sensiblement moindre. C'est particulièrement vrai pour la pharma qui, en termes relatifs, est la branche qui consomme le moins d'énergie. Mais, là aussi, la situation menace de se détériorer si le choc des prix énergétiques devait perdurer, par exemple en cas d'hiver inhabituellement froid. Dans ce cas, la conjoncture européenne pourra difficilement maintenir l'actuelle robustesse du rythme de croissance.



PRIX DU GAZ NATUREL EN EUROPE

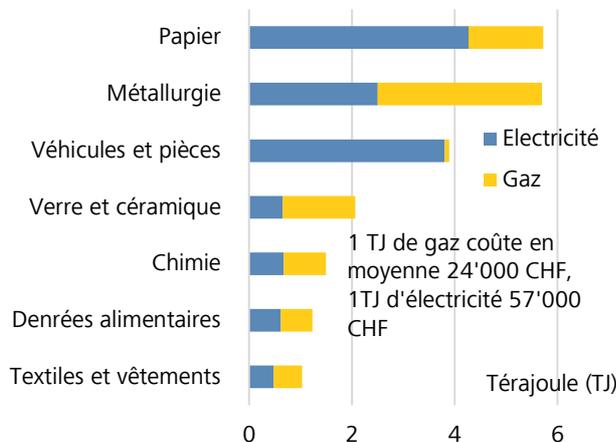


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



INTENSITÉ ÉNERGÉTIQUE DE L'INDUSTRIE (CH)

Dépense d'énergie pour création de valeur de 1 mio CHF

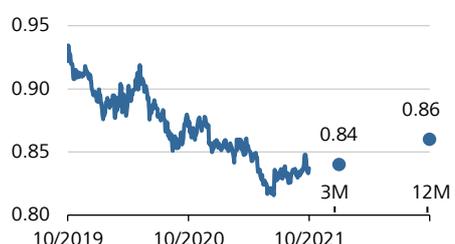
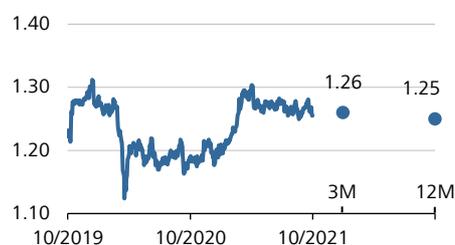
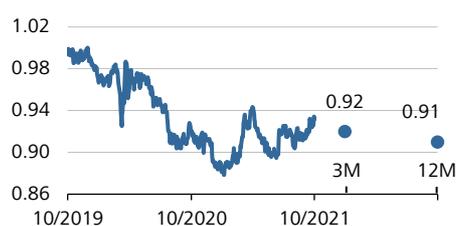


Source: OFSS, Raiffeisen Economic Research

DEVISES



PRÉVISIONS



* multiplié par 100

Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

EUR/CHF

La paire EUR/CHF s'est stabilisée à plus de 1.08 en septembre. Les inquiétudes incessantes relatives à la pandémie de coronavirus et la reprise ralentie de la conjoncture mondiale continuent cependant de peser sur l'euro. Par ailleurs, l'écart accru de l'inflation entre la zone euro et la Suisse envenime la situation. Un affaiblissement du franc suisse nécessiterait par exemple une hausse significative des taux d'intérêt dans la zone euro, celle-ci n'étant toutefois pas en vue. La Banque nationale suisse (BNS) devrait avoir de plus en plus de mal à se prémunir de la hausse du franc par des interventions sur le marché des changes.

USD/CHF

Jerome Powell n'a toujours pas indiqué de date précise à laquelle la Fed comptait réduire ses achats obligataires, tout en annonçant que le moment serait bientôt venu. Par ailleurs, le «tapering» devrait être achevé dès la mi-2022. Une partie des gardiens de la monnaie pense en outre qu'une première hausse des taux sera possible dès l'an prochain. La perspective d'une politique monétaire plus restrictive a donné de l'élan au dollar US. Seul bémol, en revanche: le débat autour du plafond de la dette aux USA. Par ailleurs, le «Twin Deficit» pèse structurellement sur le dollar. Nous tablons donc sur un cours USD/CHF plus faible.

EUR/USD

L'euro a tenté de franchir le seuil de résistance technique important fixé à USD 1.19, mais a échoué, pour retomber à USD 1.15 au cours du mois. La monnaie unique fait face à des vents contraires en raison de la pandémie ainsi que du ralentissement de la dynamique conjoncturelle, et se voit également désavantagée au vu d'une réduction rapide des achats obligataires par la Fed. De son côté, le plafond de la dette, ainsi que l'éventuel «Government Shutdown» aux USA, pèsent sur l'USD. EUR/USD devrait donc se maintenir à un niveau stable.

GBP/CHF

L'inflation en Grande-Bretagne (3.2%) avait récemment dépassé la valeur cible de la Bank of England (BoE) de 2%. L'écart croissant par rapport à l'inflation en Suisse pèse sur la livre sterling. Par ailleurs, la Grande-Bretagne fait face à des pénuries d'approvisionnement et de personnel, dues au Brexit, qui freinent son économie. En même temps, les taux soutiennent la livre: en effet, les obligations d'Etat à 10 ans affichent une différence de 14 points de base par rapport au franc suisse, en septembre. C'est pourquoi, nous maintenons nos prévisions pour GBP/CHF à 1.26 sur 3, et à 1.25 sur 12 mois.

JPY/CHF*

Haruhiko Kuroda est à la tête de la Bank of Japan (BoJ) depuis plus de 3'100 jours – soit bien plus longtemps qu'aucun de ses 29 prédécesseurs. Or, la BoJ fait preuve de continuité, tant en ce qui concerne ses gouverneurs, que sa politique monétaire. Lors de la dernière réunion de septembre, elle a décidé de ne rien changer à sa politique très souple. Pas de grands changements donc pour le yen à court terme – malgré sa récente progression vers les CHF 0.85. Selon nous, la différence d'intérêt positive ainsi que la forte sous-évaluation par rapport au franc suisse devraient conduire à une légère appréciation du cours JPY/CHF à plus long terme.

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2018	2019	2020	Prévision 2021	Prévision 2022
Suisse	2.9	1.2	-2.5	2.8	2.5
Zone euro	1.9	1.3	-6.8	4.0	3.8
Etats-Unis	3.0	2.2	-3.5	6.0	3.5
Chine	6.7	6.0	2.3	8.0	5.3
Japon	0.6	0.3	-4.8	3.0	2.0
Global (PPP)	3.6	3.3	-3.5	5.5	4.0

Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2018	2019	2020	Prévision 2021	Prévision 2022
Suisse	1.0	0.4	-0.8	0.4	0.6
Zone-euro	1.8	1.2	0.3	2.0	1.5
Etats-Unis	2.5	1.8	1.2	4.2	2.3
Chine	2.1	2.9	2.5	1.5	2.2
Japon	1.0	0.5	0.0	0.2	0.2



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (Fin d'année en %)

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

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.50	-0.58	-0.12	-0.30	0.00
EUR (Germany)	-0.19	-0.57	-0.16	-0.30	0.00
USD	1.88	0.91	1.60	1.40	1.90
JPY	-0.02	0.02	0.08	0.10	0.10

Cours de change (Fin d'année)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.09	1.08	1.07	1.07	1.06
USD/CHF	0.97	0.89	0.93	0.92	0.91
JPY/CHF (x100)	0.89	0.86	0.83	0.84	0.86
EUR/USD	1.12	1.22	1.15	1.17	1.17
GBP/CHF	1.27	1.21	1.26	1.26	1.25

Matières premières (Fin d'année)

	2019	2020	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	68	52	83	72	68
Or (USD/once)	1515	1898	1757	1900	1950

*08.10.2021

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2017	2018	2019	2020	Prévision 2021	Prévision 2022
PIB, réel, évolution en %	1.7	2.9	1.2	-2.5	2.8	2.5
Consommation des ménages	1.2	0.6	1.4	-3.7	1.6	3.1
Consommation publique	0.6	1.0	0.7	3.5	8.0	1.0
Dépenses de biens d'équipement	4.9	2.1	1.3	-2.5	4.6	4.0
Investissements dans le bâtiment	1.4	0.1	-0.8	-0.4	1.6	-0.5
Exportations	3.7	4.9	1.5	-6.0	5.2	4.2
Importations	3.9	3.5	2.3	-7.8	2.3	4.5
Taux de chômage en %	3.1	2.6	2.3	3.2	2.9	2.5
Inflation en %	0.5	0.9	0.4	-0.7	0.4	0.6

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, chef économiste de Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen
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.