

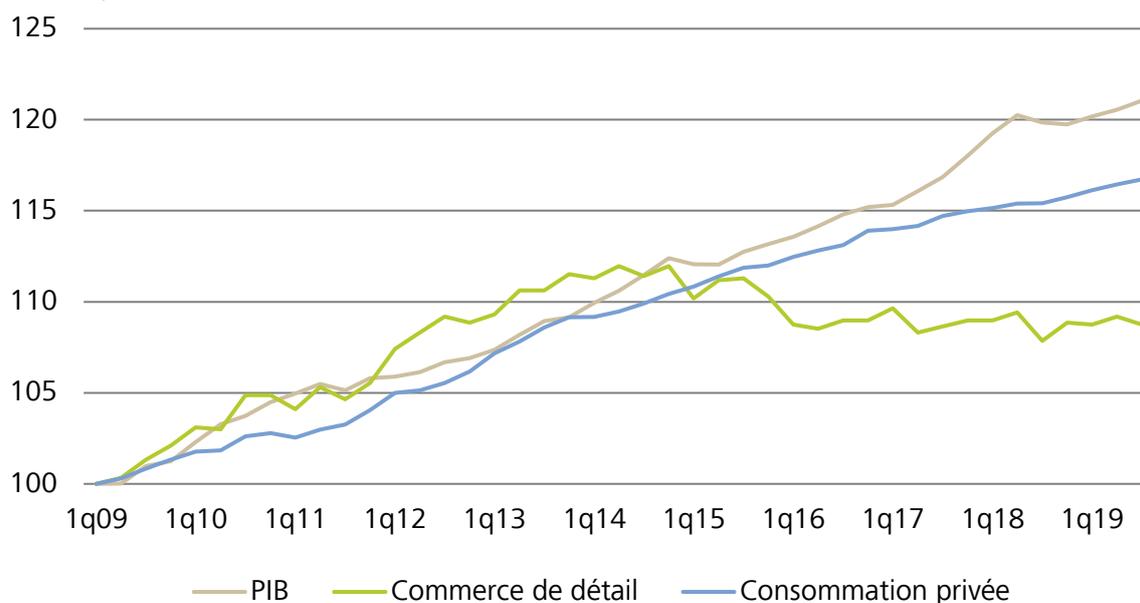
## Seule la pharma croît encore fortement

Malgré la légère détente observée à échelle mondiale, les indicateurs anticipés conjoncturels demeurent à un faible niveau. Le ralentissement conjoncturel mondial perdure donc en impactant aussi la Suisse. La solide croissance du PIB suisse au troisième trimestre a été stimulée quasi exclusivement par le dynamisme du secteur pharmaceutique. Ce qui porte également à confusion est que de nombreux secteurs sont confrontés à un recul du chiffre d'affaires, en particulier l'industrie MEM très sensible à la conjoncture. Nonobstant les réductions d'effectifs dans l'industrie manufacturière, dans l'ensemble, les entreprises prévoient de continuer à embaucher, mais à un rythme moins soutenu.

Les pages suivantes proposent sous forme compacte de plus amples détails sur notre estimation quant à la conjoncture et aux taux, y compris un gros plan sectoriel et les prévisions de Raiffeisen.

### Graphique du mois: le commerce de détail suisse toujours à la traîne

Index (1q09=100), réel

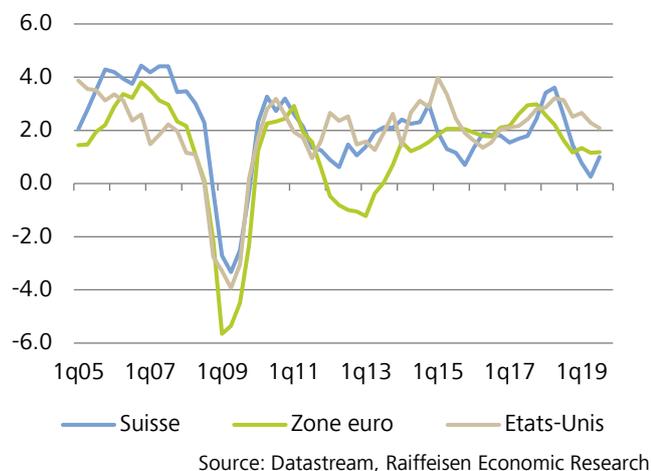


Source: KOF, Raiffeisen Economic Research

Les dépenses de consommation des ménages suisses ont continué de progresser au troisième trimestre, à un rythme toutefois inférieur à la moyenne. Alors que les dépenses en prestations de services ont augmenté, le commerce de détail classique qui représente environ un quart des dépenses de consommation a de nouveau enregistré une baisse, il continue d'ailleurs d'être à la traîne de l'économie mondiale. Ce découplage de la dynamique globale que l'on constate depuis 2015 s'explique notamment outre la saturation générale de la consommation et les hausses très modestes des salaires réels, par le tourisme d'achat. Celui-ci prive le commerce de détail suisse d'environ 10% de son chiffre d'affaires annuel. Le nombre de voyages vers l'étranger n'a certes pas augmenté, mais continue de léser. Sans oublier le boom persistant des commandes en ligne de l'étranger.

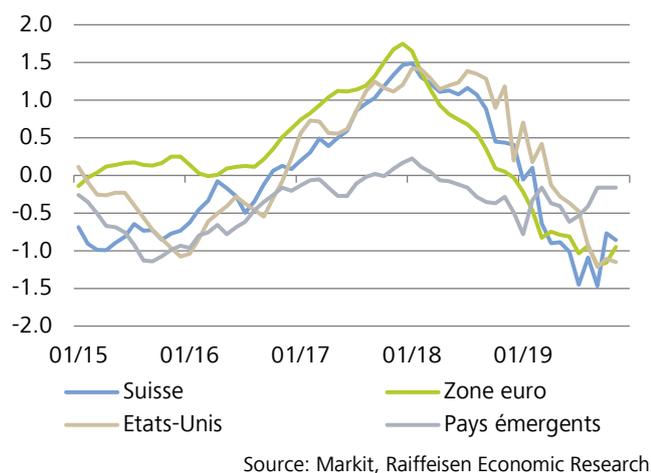
# Conjoncture

## PIB, réel, en % par rapport à l'année précédente

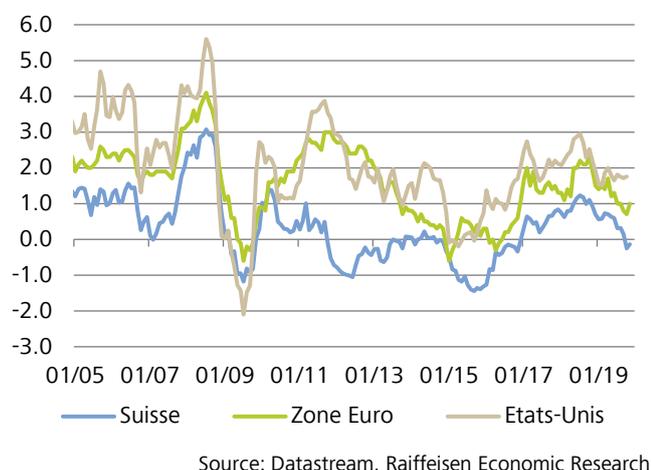


## Indice des directeurs d'achats (PMIs)

Standardisé (moyenne à long terme = 0)



## Prix à la consommation, en % sur l'année précédente



## Découplage de la Suisse, en apparence seulement

Au 3<sup>e</sup> trimestre, à la différence de la tendance observée chez les voisins, l'économie suisse a connu une croissance de nouveau un peu plus forte. Hormis la poussée temporaire de niveaux record d'exportation d'électricité due aux conditions météorologiques, le surpuissant secteur pharmaceutique a quasiment à lui seul soutenu la croissance car l'industrie manufacturière suisse ne parvient pas à s'affranchir du ralentissement conjoncturel mondial.

La dynamique de croissance sous-jacente devrait rester modérée en cette fin d'année. Certes, l'industrie manufacturière de la zone euro et en particulier de l'Allemagne présentent des attentes plus détendues, mais le moral demeure en berne. Pour fin 2019, elle signale un tassement moins prononcé, mais une évolution toujours négative. Pour l'instant, la répercussion de la faible dynamique industrielle sur les autres secteurs économiques reste limitée, surtout les consommateurs demeurent plutôt confiants.

## La relance US à la longueur record se poursuit

C'est encore plus marqué aux Etats-Unis où l'industrie accuse également un tassement en raison du conflit commercial. Or, les perspectives sont plus solides qu'en Europe: surtout les petites entreprises ne ressentent aucun impact sur leur activité. Aucun arrêt de l'embellie conjoncturelle et du marché du travail ne se profile donc à l'horizon.

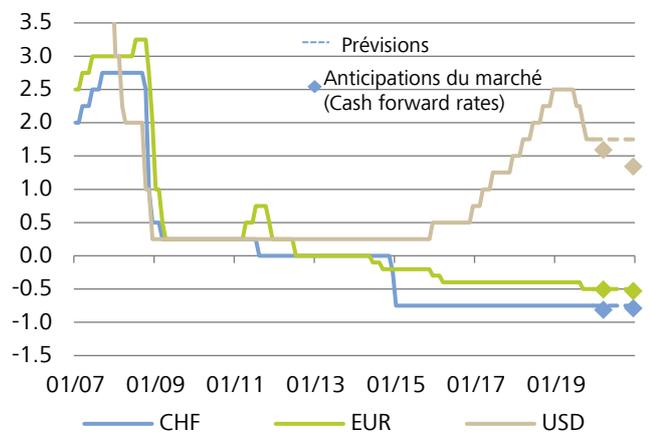
## Pas de pression inflationniste

La dynamique conjoncturelle plus faible pèse toutefois sur l'évolution des prix aux USA. Malgré les effets des sanctions douanières, le taux d'inflation demeure en-dessous de 2%. La zone euro marquée par une inflation de base évoluant depuis longtemps près de 1%, les prévisions sont encore plus faibles sans signe de mouvement haussier.

En raison de la vigueur recouvrée du franc et de la baisse des prix de l'énergie, la Suisse a de nouveau glissé vers la déflation. Les prix des biens importés sont en net recul, tandis que ceux des prestations de services augmentent modérément. Ainsi, l'inflation annuelle ne devrait être que légèrement positive tant en 2019 qu'en 2020.

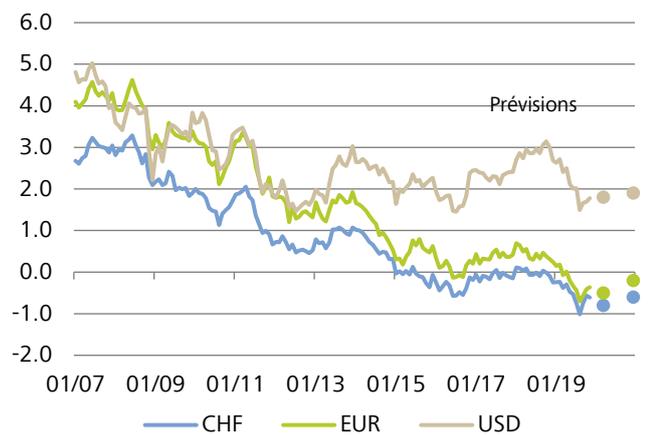
# Taux

## Taux directeurs, en %



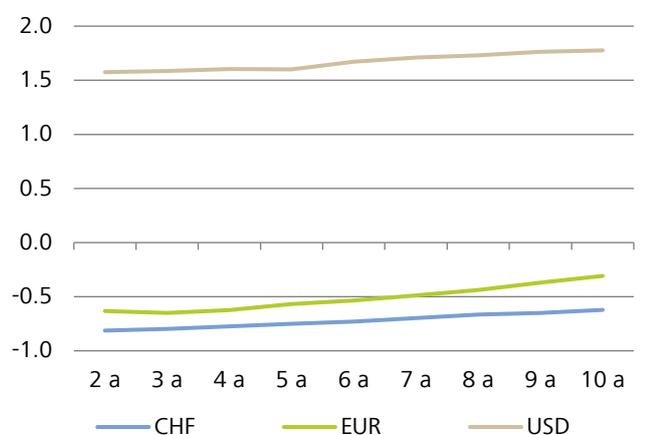
Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

## Emprunts d'Etat sur 10 ans, en %



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

## Courbe des taux (état: 04.12.19)



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

## La BCE veut user de patience

En septembre, la Banque centrale européenne a de nouveau abaissé les taux à -0,5% et a repris les achats d'emprunts d'Etat d'un montant mensuel de 20 milliards d'euros. Elle est prête à le refaire, vu la faiblesse persistante de l'industrie de la zone euro et la prédominance des risques baissiers.

Le Conseil de la BCE reste toutefois profondément divisé quant à la pertinence de mesures supplémentaires, surtout en raison de la visibilité croissante des effets secondaires. D'ailleurs, l'avis consensuel des banquiers centraux est qu'une nouvelle baisse prochaine serait malvenue. Les nouvelles mesures ont besoin de temps pour se développer. Il ne faut donc pas s'attendre à des décisions hâtives de la part de la BCE.

## BNS: pas de pression pour agir

Comme les marchés des taux n'anticipent plus de nouvelle baisse, la BNS estime elle aussi que la situation est détendue. Le taux de change EUR/CHF s'est stabilisé tout juste en-dessous de 1.10, sans achats de devises de la banque centrale. Certes les membres du directoire de la BNS répètent à l'envie qu'ils sont disposés à baisser de nouveau les taux, mais il n'y a pas pression à agir. Les achats de devises devraient être la première ligne de défense et la BNS ne devrait donc pas resserrer la vis, sauf urgence.

Avec la perspective de taux directeurs bas pendant très longtemps, les mouvements - haussiers ou baissiers - devraient donc être très limités.

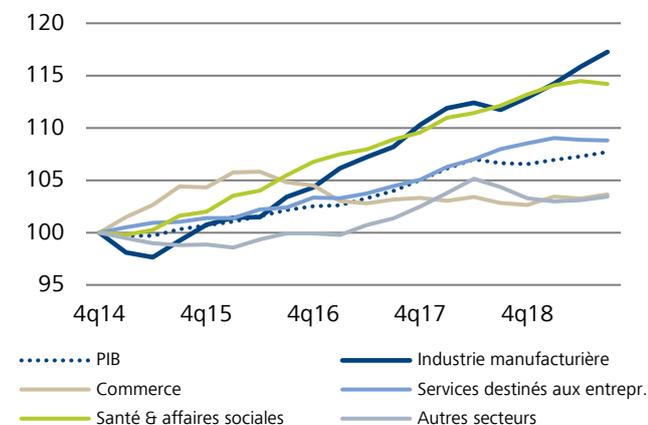
## Le niveau des taux bien calibré selon la Fed

Il en va de même aux USA. Par mesure de précaution, la Banque centrale américaine a baissé trois fois les taux pour soutenir la relance. Or, selon les banquiers centraux américains, un cycle baissier extensif allant au-delà sera toutefois uniquement à l'ordre du jour en cas de détérioration significative des perspectives conjoncturelles. Ainsi, l'inflation devrait nettement augmenter. Par conséquent, même aux Etats-Unis, nous ne percevons aucune envolée des anticipations de taux longs.

# Secteurs suisses

## Création de valeur par branches

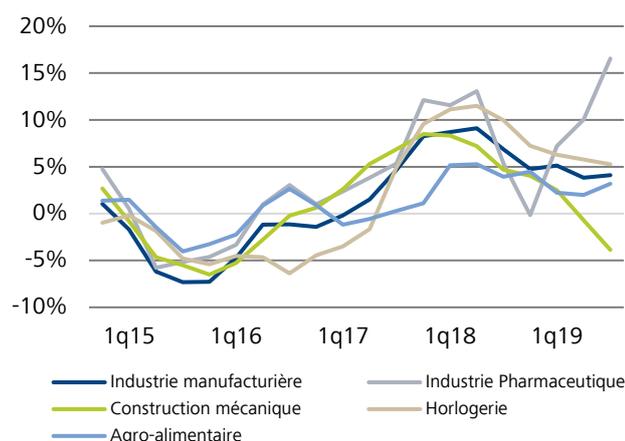
Index (4q14 = 100)



Source: SECO, Raiffeisen Economic Research

## Chiffres d'affaires dans l'industrie manufacturière

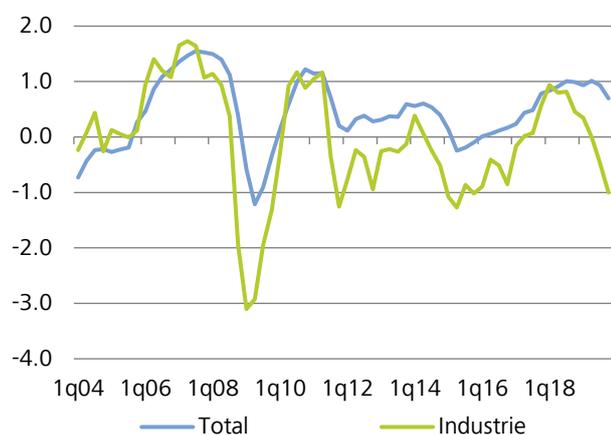
Selon les branches, en % par rapport à l'année pré.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Attentes mitigées en termes d'emploi

Indicateur de l'emploi KOF, standardisé



Source: KOF, Raiffeisen Economic Research

## Une forte croissance industrielle trompeuse

Malgré le ralentissement conjoncturel global, la création de valeur au troisième trimestre a de nouveau fortement progressé dans l'industrie manufacturière. Ceci s'explique avant tout par l'embellie du secteur pharmaceutique, peu sensible à la conjoncture. Dans les autres secteurs de l'industrie manufacturière, la création de valeur en revanche était globalement négative. L'industrie agro-alimentaire et l'industrie horlogère ont certes enregistré une hausse du chiffre d'affaires, mais les secteurs importants de la construction de machines, de l'électronique et de la métallurgie accusent une baisse des ventes.

Dans le secteur tertiaire aussi, la plupart des secteurs ont faibli au troisième trimestre. La création de valeur a diminué pour la deuxième fois consécutive dans les services destinés aux entreprises par exemple. Ce secteur à la définition très large (de l'agent immobilier au conseiller en personnel) est toutefois assez sensible à la conjoncture. Les affaires sociales et la santé ont pour la première fois depuis longtemps accusé une baisse de la création de valeur et la dynamique de création d'emplois s'est nettement ralentie. En raison des perspectives sectorielles positives, ce recul de la création de valeur devrait constituer une exception.

## Perspectives négatives pour l'emploi industriel

Le ralentissement conjoncturel impacte aussi le marché suisse du travail. Au troisième trimestre, l'emploi a enregistré une croissance solide à hauteur de 1%. Or, tant l'industrie que le tertiaire créent désormais moins de nouveaux postes. Les perspectives d'emploi se sont fortement assombries ces derniers mois, surtout dans l'industrie. Selon l'indicateur d'emploi de la KOF, une majorité des entreprises industrielles interrogées envisage au cours des trois prochains mois de supprimer des postes. Les prévisions sont donc presque aussi pessimistes qu'après le choc du franc.

Dans le tertiaire aussi, la croissance jusqu'à présent très solide de l'emploi devrait nettement freiner. Les entreprises interrogées par la KOF anticipent toutefois toujours des créations nettes de postes. Un recul de l'emploi comme ce fut le cas lors de la crise financière n'est pas à craindre à l'heure actuelle.

# Devises

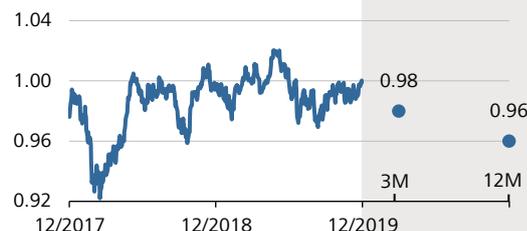
## EUR/CHF

Ces derniers temps, l'EUR / CHF s'est stabilisé autour de CHF 1.10. Au vu des risques et effets secondaires de la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE faisant l'objet de discussions de plus en plus intenses et de ses options s'amenuisant sans cesse, la pression à la hausse sur le franc a nettement fléchi pour le moment. Pour la BNS, c'est une situation plutôt confortable car elle n'a plus besoin de continuer de soutenir sa devise. Mais sans tournant conjoncturel clair dans la zone euro, toute progression de l'euro restera limitée. Le franc devrait conserver sa vigueur l'année prochaine.



## USD/CHF

Par rapport à l'USD, le CHF s'est également déprécié légèrement depuis le mois d'août. Il est toutefois peu probable que la parité demeure un obstacle à long terme. Suite à la nouvelle vague d'assouplissement de la Fed, le billet vert est moins attractif. La troisième hausse des taux, à la fin octobre, devrait enfin mettre un terme à l'ajustement de la politique monétaire américaine. En matière de taux d'intérêt, il n'y a pas de pression accrue à la baisse. Pour les 12 prochains mois, nous voyons donc le cours USD / CHF évoluer dans une fourchette relativement étroite, et autour de CHF 0.96 vers la fin de l'année.



## EUR/USD

La baisse de l'euro par rapport au dollar US a perdu en vitesse au cours de l'année, et le cours s'est récemment stabilisé à environ 2 centimes au-dessus du creux d'octobre. Entretemps, la volatilité atteint des baisses presque historiques, et aucune impulsion ne saurait changer cette situation pour l'instant, du moins du point de vue de la politique monétaire, ces prochains mois, sachant que les banques centrales sont en hibernation des deux côtés de l'Atlantique. L'euro dispose bel et bien d'un potentiel haussier à moyen terme, qui ne devrait, hélas, pas se dessiner si tôt, à défaut de bons chiffres de croissance.



## GBP/CHF

La Grande-Bretagne connaît à nouveau des élections en hiver, pour la première fois depuis 45 ans. Boris Johnson et ses Tories devraient bien les remporter, mais il n'est pas certain qu'ils sortent le pays de l'Union européenne (UE) aussi rapidement que promis. Il existe suffisamment de différents scénarios annonçant une phase d'incertitude supplémentaire. Toute incertitude persistante empoisonne la livre, bon marché. La monnaie ne dispose que d'un potentiel haussier limité à moyen terme, selon nous, une fois avoir escompté le scénario «worst case».



## JPY/CHF\*

Le yen japonais a enregistré un net recul au cours des semaines passées. En cause, probablement, la baisse de l'aversion au risque des acteurs du marché et la hausse des rendements sur les marchés obligataires – un environnement dans lequel la monnaie japonaise anticyclique est souvent vulnérable. Pour la paire de devises yen / franc suisse, ces fluctuations restent raisonnables, étant donné que le franc est également une monnaie défensive. Pour l'instant, nous ne voyons donc aucun besoin d'ajustement et maintenons nos prévisions à trois et douze mois.



\* multiplié par 100

Source: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office

# Prévisions Raiffeisen (I)

## Conjoncture

	2016	2017	2018	Prévisions 2019	Prévisions 2020
<b>PIB</b>					
Croissance annuelle moyenne (en %)					
Suisse	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3
Zone euro	1.9	2.6	1.9	1.1	1.3
Etats-Unis	1.6	2.2	2.9	2.2	1.6
Japon	0.6	1.9	0.8	0.8	0.3
Chine	6.7	6.8	6.6	6.2	5.9
Global (PPP)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.2

<b>Inflation</b>					
Moyenne annuelle (en %)					
Suisse	-0.4	0.5	0.9	0.5	0.4
Zone euro	0.2	1.5	1.8	1.2	1.3
Etats-Unis	1.3	2.1	2.5	2.0	2.1
Chine	2.0	1.6	2.1	2.3	2.3
Japon	-0.1	0.5	1.0	0.7	1.0

## Marchés financiers

	2017	2018	Actuel.*	Prévisions 3 M	Prévisions 12 M
<b>Taux directeurs</b>					
Fin d'année (en %)					
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	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

<b>Taux du marché des capitaux</b>					
Rendements des obligations d'Etat à 10 ans (fin d'année, rendement en %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.61	-0.80	-0.60
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.30	-0.50	-0.20
USD	2.18	2.30	1.78	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.03	-0.10	-0.05

<b>Cours de change</b>					
Fin d'année					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.10	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.99	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.91	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.11	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.30	1.25	1.28

<b>Matières premières</b>					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	67	52	63	60	56
Or (USD/once)	1303	1281	1475	1500	1550

\*05.12.2019

\*\*multiplié par 100

---

## Prévisions Raiffeisen (II)

### Prévisions détaillées Suisse

	2014	2015	2016	2017	2018	Prévisions	
						2019	2020
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>
Consommation des ménages	1.3	1.7	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
Consommation publique	2.2	1.1	1.2	0.9	1.0	1.2	1.0
Dépenses de biens d'équipement	2.8	2.8	5.3	4.6	2.8	0.5	1.9
Investissements dans le bâtiment	3.1	1.5	0.4	1.4	0.9	0.4	0.2
Exportations	5.2	2.4	7.0	3.8	3.8	3.0	2.0
Importations	3.3	2.8	4.7	4.2	1.3	0.5	2.2
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>

**Editeur**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zurich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

**Auteurs**

Domagoj Arapovic, CFA  
[domagoj.arapovic@raiffeisen.ch](mailto:domagoj.arapovic@raiffeisen.ch)

Oliver Hackel, CFA  
[oliver.hackel@raiffeisen.ch](mailto:oliver.hackel@raiffeisen.ch)

Alexander Koch, CFA  
[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto:alexander.koch@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.