

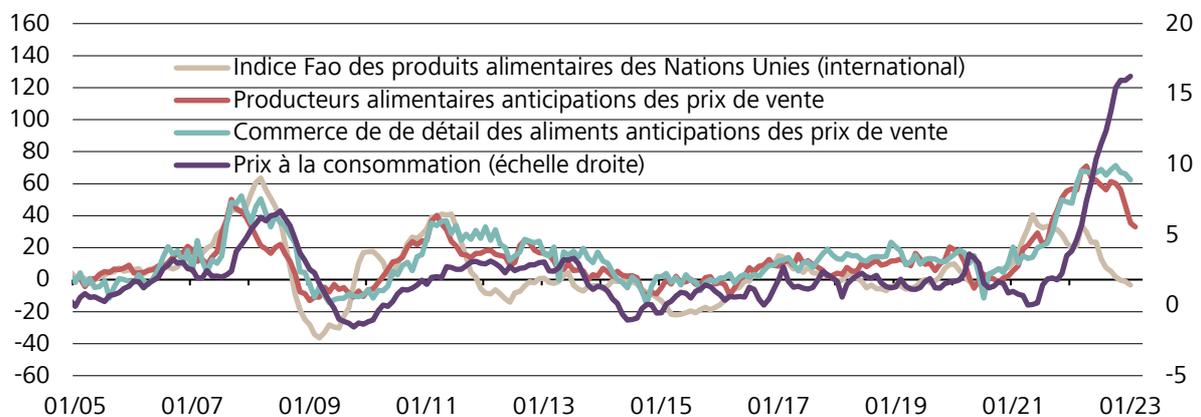
Check conjoncturel

La pandémie est digérée. La vague des coûts de l'énergie s'est brisée et n'a pas frappé l'économie de plein fouet. Le risque d'une récession en Suisse est donc également atténué. En revanche, la prochaine vague s'annonce, celle de la rationalisation de la politique monétaire. L'inflation très tenace, notamment étayée par une conjoncture très résistante, incite la Fed et la BCE à relever encore davantage les taux et conforte la Direction générale de la BNS dans ses intentions d'aller encore plus loin. Surtout sur les taux ayant déjà connu une hausse très rapide et très prononcée ou ceux qui le seront à l'avenir si les effets de freinage étaient tôt ou tard également plus perceptibles.



GRAPHIQUE DU MOIS : CHOC DU PRIX DES DENREES ALIMENTAIRES

Prix à la consommation de la zone euro en % par rapport à l'année précédente



Source : ONU, Eurostat, Raiffeisen Economic Research

Le choc énergétique perd de sa vigueur. Avec la forte baisse du risque d'une situation de pénurie, les prix de gros du gaz sont bien en-dessous des valeurs excessives de l'été dernier. Et pourtant, la facture énergétique en Europe reste bien plus élevée qu'avant la pandémie. Des répercussions de prix sont donc particulièrement nécessaires dans les secteurs plus gourmands en énergie, notamment l'industrie agro-alimentaire. En effet, outre la flambée des coûts d'approvisionnement pour les matières premières agricoles, la hausse de la facture énergétique se répercute sur le transport et surtout sur les coûts de transformation.

Dans la zone euro, les prix à la consommation des denrées alimentaires sont encore orientés à la hausse en ce début d'année. Alors que l'inflation énergétique a nettement dépassé son point culminant, le taux annuel des prix des denrées alimentaires a dépassé un nouveau record de 15% en février. En Suisse aussi, le commerce des denrées alimentaires a profité du passage à 2023 pour ajuster les prix. En raison du niveau de prix nettement plus élevé et grâce au

franc très fort, à l'instar de l'inflation globale, les hausses demeurent nettement inférieures à la situation chez les voisins. Les aliments en Suisse ne sont « que » 6.5% plus chers qu'il y a un an.

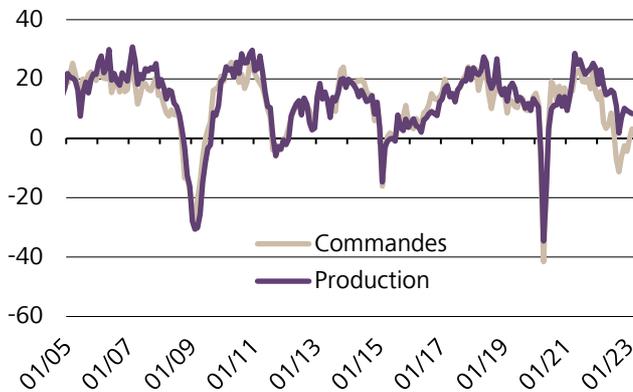
En raison de la réduction des goulots d'étranglement et l'apaisement de la hausse de nombreux prix des matières premières, les indicateurs anticipés signalent toutefois également un futur revirement de tendance. L'indice FAO des prix des produits alimentaires de l'ONU indique s'inscrit désormais en baisse par rapport à l'année précédente. Cela se remarque d'ores et déjà au niveau des aliments non transformés et bientôt on devrait également observer une hausse de prix plus réduite des aliments transformés. Dans la zone euro, les anticipations des prix de vente des fabricants ont récemment nettement baissé, et habituellement, ceux des détaillants suivent dans la foulée. L'enquête auprès des entreprises du KOF laisse deviner un développement similaire, ce qui devrait aider à faire avancer le processus de désinflation en Suisse sur le reste de l'année.

Conjoncture



ANTICIPATIONS COMMERCIALES

Enquête du KOF, industrie manufacturière suisse

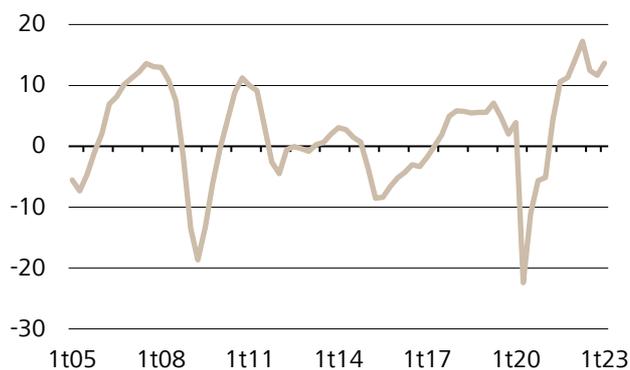


Source : KOF, Raiffeisen Economic Research



PREVISIONS D'EMBAUCHE

Indicateur de l'emploi du KOF, anticipations

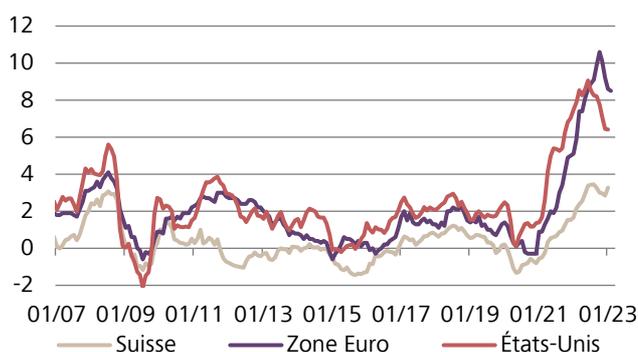


Source : KOF, Raiffeisen Economic Research



PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

L'économie suisse stagne

L'économie suisse a stagné fin 2022. Le PIB n'a pas changé par rapport au trimestre précédent, après +0,2% au troisième trimestre. Certains secteurs industriels sensibles à la conjoncture et aux prix de l'énergie ont accusé des pertes. En revanche, le secteur pharmaceutique s'est de nouveau bien affirmé et a empêché une plus forte correction du commerce extérieur. La demande intérieure, quant à elle, est toujours aussi solide. Le commerce a progressé de manière modérée, soutenu par l'allègement des difficultés de livraison chez les concessionnaires automobiles. La détente dans l'hôtellerie se poursuit et d'autres secteurs de prestations de services ont enregistré de nouvelles hausses.

Marché du travail : un appui solide

Par ailleurs, la réduction des goulots d'étranglement et la baisse relative des prix de l'énergie, laissent présager des perspectives pour l'économie suisse moins sombres au cours des mois à venir. Les prévisions commerciales dans l'industrie manufacturière se sont éclaircies et signalent du moins de nouveau une expansion modérée. Les entreprises de construction affichent une attitude beaucoup plus réservée. Cela n'est pas lié à un manque de contrats, mais à la hausse massive des coûts de construction et à la pénurie de personnel. Malgré le ralentissement de la conjoncture mondiale, les entreprises suisses veulent continuer à embaucher du personnel à vaste échelle. Le marché du travail solide aide à compenser les pertes de salaire réel et stabilise ainsi le pouvoir d'achat. Après une hausse du PIB de 2,1% en 2022, nous enregistrons une croissance certes inférieure à la moyenne, mais respectable, de l'ordre de 1% cette année.

Ralentissement plus lent des prix

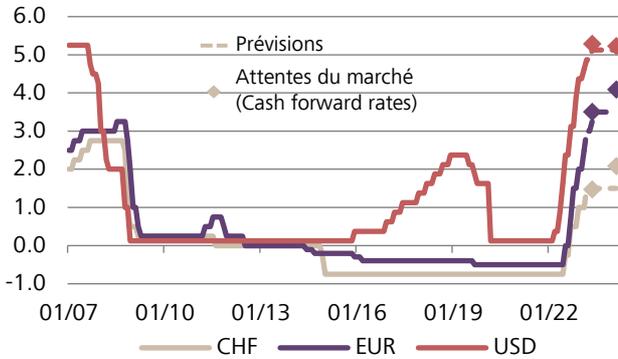
Or, la conjoncture plus résistante contribue en même temps à apaiser progressivement la pression inflationniste. La réduction des goulots d'étranglement et certains prix préliminaires en baisse garantissent certes une détente progressive chez les fabricants. Or, la répercussion de la flambée des coûts n'est pas encore achevée. Dans la zone euro en particulier les attentes de prix de vente dans le commerce de détail et dans les services sont très élevées. Mais aux Etats-Unis non plus, le recul des anticipations de prix ne s'est pas poursuivi, ce qui a enrayé le processus de désinflation.

En Suisse, le taux d'inflation en janvier a nettement augmenté de 2,8% à 3,3%. Outre la multiplication des ajustements de prix au niveau des denrées alimentaires, cela s'explique toutefois avant tout par la hausse des prix administrés de l'électricité de 25,5%. Dans d'autres branches, les grossistes prévoient selon l'enquête du KOF de nouveau des hausses de prix nettement plus réduite ces prochains mois. Pour le reste de l'année, nous continuons donc de tableer sur une dynamique en nette baisse avec au deuxième semestre, un taux d'inflation suisse qui devrait de nouveau se rapprocher des 2%.

Taux d'intérêt



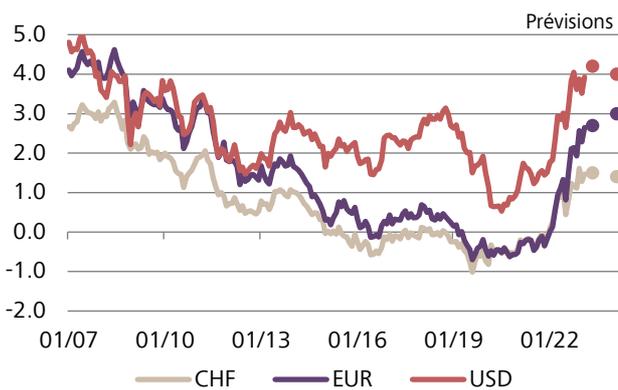
TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



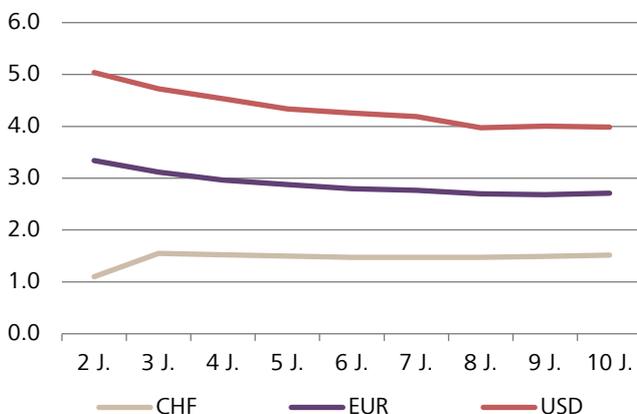
EMPRUNTS D'ETAT SUR DIX ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ETAT : 08.03.23), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed n'a pas encore fini

La banque centrale américaine a relevé son taux directeur sur l'année écoulée à une cadence exceptionnelle à désormais 4,625%. Comme le point culminant de l'inflation a été dépassé, le rythme de rationalisation a récemment baissé à 25 points de base. Ceci ne signifie toutefois pas de pause dans l'immédiat ni même de revirement du cycle des taux. Les données sur les prix se sont de nouveau montrées plus tenaces et n'indiquent pas de retour rapide et linéaire vers l'objectif inflationniste de la Fed. Et en particulier les chiffres toujours très robustes du marché du travail ont de nouveau attisé les inquiétudes des banquiers centraux américains de tirer la politique monétaire vers le bas. Les données conjoncturelles résistantes ont finalement de nouveau fait grimper les anticipations des taux d'intérêt du marché qui auparavant avaient fortement baissé.

La BCE a encore plus de travail devant elle

Lors de sa première réunion cette année, la BCE a de nouveau relevé ses taux directeurs avec une hausse massive de 50 points de base. Avec un taux de placement de 2,5%, pour atteindre une pression sur les prix encore plus élevée qu'aux Etats-Unis, elle a également plus de travail devant elle que la Fed. Par conséquent, lors de la dernière réunion, une hausse de pas moins de 50 points de base pour mars a pour ainsi été préprogrammée. La prochaine étape sera définie selon l'évolution des données. En raison du taux d'inflation bien trop élevé et des perspectives conjoncturelles plus détendues de la zone euro, nombreux sont les membres du Conseil général de la BCE qui préconisent de nouvelles hausses de taux au deuxième trimestre. Ainsi, la consolidation des taux longs de ce début d'année s'est de nouveau inversée, en particulier dans la zone euro. Les rendements pour les emprunts fédéraux sur 10 ans se sont rapprochés de la valeur la plus élevée depuis plus de dix ans.

L'approche en deux temps de la BNS

Lors de sa dernière évaluation trimestrielle en décembre, la BNS a une nouvelle fois constaté une augmentation des prix des risques. La hausse un peu plus prononcée qu'anticipé du taux d'inflation suisse à 3,3% en janvier devrait avoir conforté les membres de la Direction générale dans leur analyse d'augmenter encore un peu plus les taux directeurs pour garantir à moyen terme le respect de la fourchette de fluctuation de l'inflation. La BNS semble également y contribuer avec son deuxième instrument, les interventions sur les marchés des devises. La tendance baissière des dépôts à vue des banques auprès de la BNS laisse supposer une poursuite des ventes de devises dans l'objectif de renforcer le franc et de réduire l'inflation importée. Les plans de rationalisation de la Fed et de la BCE qui se sont récemment intensifiés ont certes augmenté la probabilité de mesures similaires par la BNS, mais nous continuons d'estimer qu'il n'y a pas un besoin d'intervenir sur le taux directeur de la BNS.

Branches suisses – pleins feux sur le crédit

L'un des mécanismes de transmission principaux permettant aux banques centrales d'influer sur la conjoncture, est le crédit. Si elles relèvent les taux, comme c'est actuellement le cas, cela tempère à la fois l'offre de crédit et la demande en raison de la hausse des coûts de (re)financement. L'effet est d'autant plus prononcé que les perspectives économiques sont mauvaises. La disposition à investir des entreprises baisse encore plus, tandis que les banques, dans l'anticipation d'une hausse du nombre de défaillances de crédits renforcent davantage leurs consignes d'octroi de crédit.

La politique monétaire impacte toujours l'économie avec un certain retard. En règle générale, il faut attendre un à deux trimestres pour voir l'effet d'un changement des taux sur la dynamique du crédit et ensuite encore une fois pour que le PIB et l'inflation réagissent. Les augmentations de taux de la Fed et de la BCE, qui ont commencé en mars ou juillet dernier, n'ont pas encore déployé leur plein effet. Or, les premières traces de freinage sont déjà visibles. Dans la zone euro, l'octroi de crédit a nettement faibli au dernier trimestre 2022. Selon les banques interrogées par la BCE, la raison principale serait la nette baisse de la demande de crédit, qui recule également aux Etats-Unis où les banques ont toutefois nettement renforcé les règles d'octroi de crédits. Comme l'inflation en Suisse est bien inférieure à l'étranger, la BNS n'a pas besoin de relever le taux dans la même ampleur. Elle ne prévoit pas de freinage intégral de l'octroi du crédit, car l'inflation suisse est avant tout importée et non nationale. En conséquence, la BNS répond à l'inflation par des ventes de devises en plus de hausses des taux dans le but de revaloriser le franc et donc également de faire baisser l'inflation importée.

La croissance des crédits bancaires était récemment encore solide, notamment dans le segment des PME (cf. graphique à gauche). Au quatrième trimestre, la branche énergétique était

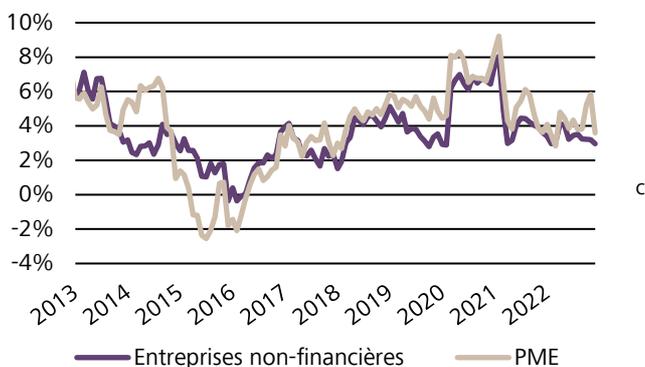
de nouveau en pole position, grâce aux prix plus élevés. Le volume du crédit qui pendant des années était en recul a augmenté de 20% en 2022 et donc bien plus que l'ensemble du marché pour les crédits d'entreprise (3,4%). Il y a toutefois également quelques branches dans lesquelles le volume de crédit se réduit actuellement. Il s'agit notamment de la branche textile ou de l'industrie du bois ou du papier, dont l'évolution commerciale stagne depuis un certain temps, voire même est en recul, comme on le voit par ex. aux chiffres de l'emploi (cf. graphique à droite). C'est avant tout cette évolution qui explique l'inventaire de crédit en recul et pas la hausse des taux. Dans le commerce et dans la restauration, le volume de crédit est en repli, car auparavant, il avait fortement progressé en raison des aides durant la pandémie. Dans l'hôtellerie par ex. le volume de crédit a augmenté de 10% (2020) puis encore une fois de 2% (2021). Le recul l'année dernière (-3,6%) ne doit toutefois pas seulement être interprété comme la normalisation d'une forte demande. Car les banques sont désormais plus réticentes à octroyer des crédits. C'est surtout le cas dans l'hôtellerie où le nombre de faillites était supérieur à la moyenne ces dernières années. Cela s'explique toutefois par les développements conjoncturels généraux comme par ex. la hausse des coûts d'entrée. A l'heure actuelle, les entreprises les plus exposées sont celles qui étaient déjà en mauvaise posture avant la pandémie, mais qui s'en sont sorties grâce aux aides étatiques liées au Covid.

En règle générale, le risque de faillite des entreprises suisses n'a pas sensiblement augmenté avec la situation conjoncturelle actuelle. La croissance a certes ralenti, mais le risque de récession est limité en raison de la demande intérieure limitée. Et en ce qui concerne le taux directeur de la BNS, nous ne voyons plus un grand besoin d'agir (cf. également la page 3). Le risque de rationnements de crédit à vaste échelle est donc globalement limité.



CREDITS BANCAIRES AUX ENTREPRISES

Volume en cours, par rapport à l'année précédente

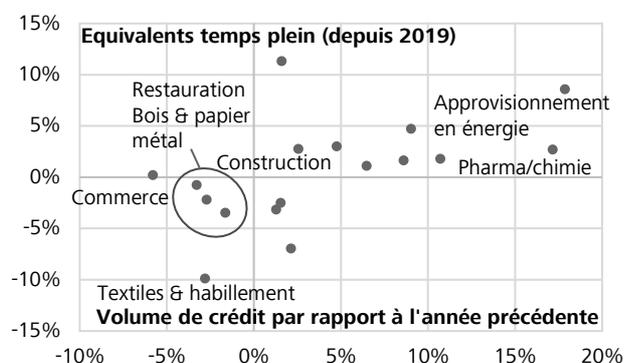


Source : BNS, Raiffeisen Eco Research



CREDITS BANCAIRES SELON LES BRANCHES

Données au 4^éT 2022



Source : BNS, OFS, Raiffeisen Economic Research

Devises



PROGNOSE



* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

EUR/CHF

Par rapport au franc suisse, l'euro est repassé sous la parité en février après s'être redressé au début de l'année. Cela s'explique par la réapparition des inquiétudes des acteurs du marché concernant la conjoncture et les taux d'intérêt. Le franc suisse en a profité en qualité de «valeur refuge» classique. Selon nous, le cours de l'euro reflète cependant encore trop d'optimisme en termes de croissance économique. A moyen terme, il est peu probable que le taux préférentiel de la zone euro compense l'inflation nettement plus élevée que celle de la Suisse ainsi que ses problèmes structurels. Nous nous attendons à ce que le cours EUR / CHF poursuive sa tendance à la baisse à moyen terme.

USD/CHF

Début février, le billet vert a d'abord chuté à 0.9061 franc, son plus bas niveau depuis l'été 2021. Dans le courant du mois, le cours USD / CHF s'est alors stabilisé dans une fourchette de prix comprise entre 0.92 et 0.94 franc. Le dollar a été soutenu par les chiffres économiques solides des Etats-Unis et la hausse des prévisions de taux des acteurs du marché au vu de la persistance de l'inflation. A moyen terme, nous nous attendons toutefois à ce que le dollar US se déprécie légèrement par rapport au franc suisse. Il est notamment confronté à des vents contraires dus à une inflation nettement plus élevée par rapport à la Suisse et à la reprise des débats sur le plafond de la dette à Washington.

EUR/USD

Les données économiques solides et la récente baisse minimale du taux d'inflation aux Etats-Unis suggèrent que le cycle de hausse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine devrait durer plus longtemps que prévu par les investisseurs. Par conséquent, l'euro a baissé à 1.0533 dollar US au cours du mois. Même si les perspectives de croissance de la zone euro se sont améliorées depuis le début de l'année, le risque de récession n'est pas encore écarté. En outre, on peut se demander si la Banque centrale européenne (BCE) peut réellement relever les taux d'intérêt aussi rigoureusement que nécessaire dans sa lutte contre l'inflation. Notre prévision sur douze mois pour la paire de devises EUR / USD se situe à 1.05.

GBP/CHF

La livre sterling est actuellement confrontée à différents vents contraires. D'une part, la persistance de l'inflation et l'affaiblissement de l'économie pèsent sur la valeur. D'autre part, face à un effondrement imminent du marché immobilier, le marché monétaire signale que la Banque of England (BOE) pourrait être l'une des premières banques centrales occidentales à procéder à des baisses de taux d'intérêt cette année suite au cycle de hausse. En conséquence, le cours GBP / CHF a baissé le mois dernier. Cependant, du côté de la livre sterling, beaucoup d'éléments négatifs devraient être déjà intégrés au cours. Sur un horizon de douze mois, nous tablons une tendance haussière avec un taux de change avoisinant la barre de 1.20.

JPY/CHF*

Le gouvernement japonais a nommé Kazuo Ueda comme prochain gouverneur de la Bank of Japan (BoJ). Il est considéré comme un partisan d'une politique monétaire souple, tout comme l'actuel chef de la banque centrale Haruhiko Kuroda. Le yen a réagi en conséquence à la nouvelle avec une perte de valeur significative, affichant une baisse de 2,5% par rapport au franc suisse à la fin du mois. Tôt ou tard, les autorités monétaires du pays du soleil levant devraient toutefois resserrer la politique monétaire, ce qui donnera de l'élan au yen sous-évalué. Pour l'année, nous nous attendons par conséquent à une légère hausse de la paire de devises JPY / CHF à 0.74.

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-2.5	4.2	2.1	1.0	1.2
Zone euro	-6.8	5.2	3.4	0.0	0.5
Etats-Unis	-2.8	5.9	2.1	0.5	1.0
Chine	2.3	8.1	3.0	5.0	4.5
Japon	-4.8	1.9	1.1	1.0	1.0
Global (PPP)	-3.0	6.2	3.4	2.2	2.8

Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-0.7	0.6	2.8	2.5	1.4
Zone euro	0.3	2.6	8.4	5.5	2.0
Etats-Unis	1.2	4.7	8.0	4.0	2.5
Chine	2.5	0.9	2.0	2.5	2.0
Japon	0.0	-0.3	2.5	2.0	1.5



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	1.00	1.00	1.50	1.50
EUR	-0.50	2.00	2.50	3.00	3.50
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	4.50-4.75	5.00-5.25	5.00-5.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00

Taux du marché des capitaux (Rendements des obligations d'Etat à 10 ans ; fin d'année, rendement en %)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.15	1.58	1.51	1.50	1.40
EUR (Allemagne)	-0.18	2.57	2.71	2.70	3.00
USD	1.51	3.87	3.99	4.20	4.00
JPY	0.07	0.41	0.52	0.50	0.75

Cours de change (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.99	0.99	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.94	0.92	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.69	0.72	0.74
EUR/USD	1.14	1.07	1.05	1.08	1.05
GBP/CHF	1.23	1.12	1.11	1.15	1.20

Matières premières (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	78	86	83	88	90
Or (USD/once)	1829	1824	1814	1950	2000

*08.03.2023

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2019	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
PIB, réel, évolution en %	1.2	-2.5	4.2	2.1	1.0	1.2
Consommation des ménages	1.2	-4.2	1.7	4.0	1.2	0.8
Consommation publique	0.8	3.5	3.5	-0.5	-0.2	0.2
Dépenses de biens d'équipement	1.8	-4.2	8.1	1.1	3.5	1.5
Investissements dans le bâtiment	-0.9	-1.0	-3.0	-4.3	-1.8	0.5
Exportations	1.6	-5.0	10.9	4.1	2.8	2.1
Importations	2.8	-6.0	5.0	5.6	2.3	1.9
Taux de chômage en %	2.3	3.2	3.0	2.2	1.9	1.9
Inflation en %	0.4	-0.7	0.6	2.8	2.5	1.4

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Martin Neff, chef économiste
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.