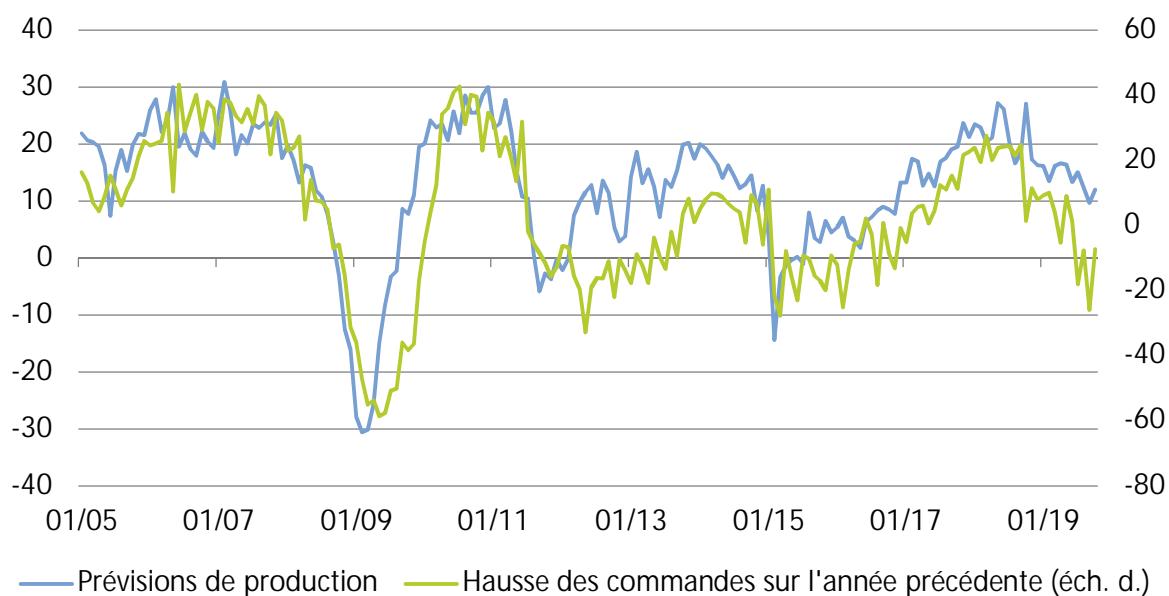


## Limites de la politique monétaire

Les conflits commerciaux continuent de plomber le commerce mondial, affectant particulièrement les pays européens tournés vers l'exportation. C'est pourquoi, la BCE a de nouveau abaissé ses taux en septembre. Mais comme le consensus veut que la surenchère se termine, la pression sur le franc et la BNS est restée limitée. La BNS n'a donc pas abaissé davantage les taux en l'absence d'urgence. Or, comme l'environnement de taux bas va se maintenir encore longtemps, la BNS a augmenté les exonérations de taux négatifs pour les banques pour éviter une répercussion à grande échelle des taux négatifs vers les clients des banques.

Ci-après, vous trouverez sous forme compacte de plus amples détails sur notre estimation de la situation conjoncturelle et des taux, ainsi qu'un gros plan sectoriel et les prévisions de Raiffeisen.

**Graphique du mois: pas d'effondrement de la production industrielle suisse  
Sondage KOF, soldes**

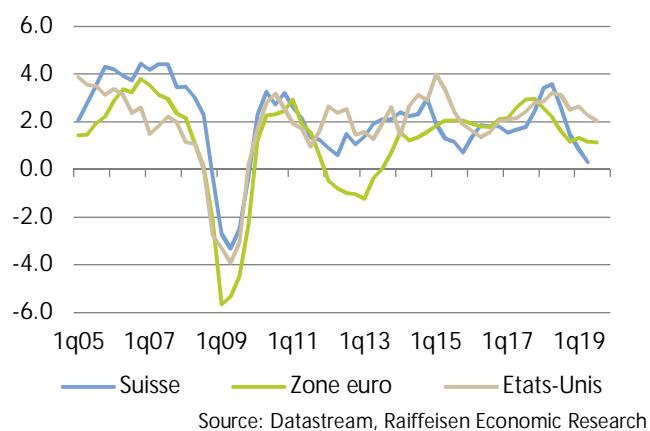


Source: KOF, Raiffeisen Economic Research

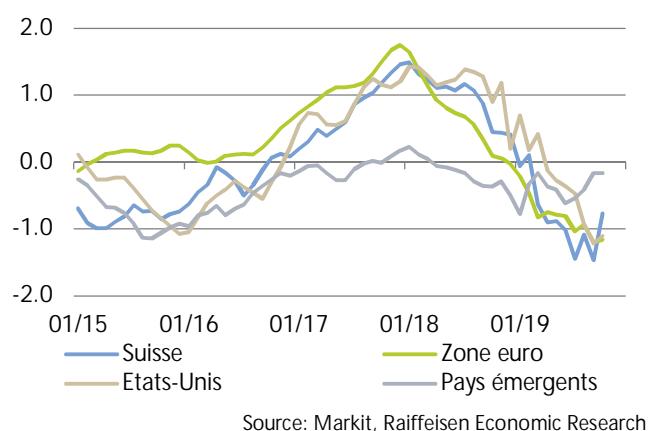
L'affaiblissement conjoncturel mondial a fortement impacté les carnets de commande de l'industrie suisse, surtout de la construction mécanique, secteur très sensible à la conjoncture. Cette correction est amplifiée par un franc revigoré. Et pourtant, globalement, l'évaluation de l'activité des entreprises n'est pas si mauvaise. Après la phase précédente d'expansion, jusqu'à présent, le taux d'utilisation des capacités demeure élevé, indépendamment de la forte contraction du volume de commandes. Selon les derniers sondages, pour les mois à venir, les entreprises anticipent également une utilisation normale ainsi qu'une légère hausse de la production. Et malgré une certaine retenue au niveau des investissements, la plupart des secteurs prévoient des créations de postes. Certes, un retournement de tendance dans l'industrie européenne et suisse ne se profile pas encore. Les risques sont plutôt orientés à la baisse mais pour l'instant, il ne saurait être question de crise.

# Conjoncture

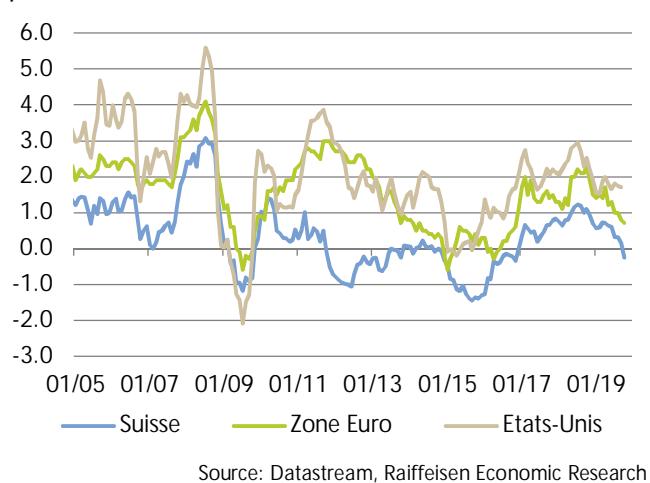
PIB, réel, en % sur l'année précédente



Indice des directeurs d'achat (PMIs)



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



Conflit commercial: facteur aggravant continu  
La conjoncture mondiale est prise dans une spirale descendante, notamment plombée par la politique commerciale américaine. Certes, l'aggravation du conflit avec la Chine a récemment été évitée et la conclusion d'un accord partiel se présente plutôt bien. Toutefois, le bras de fer entre les deux pays devrait continuer à créer des tensions.

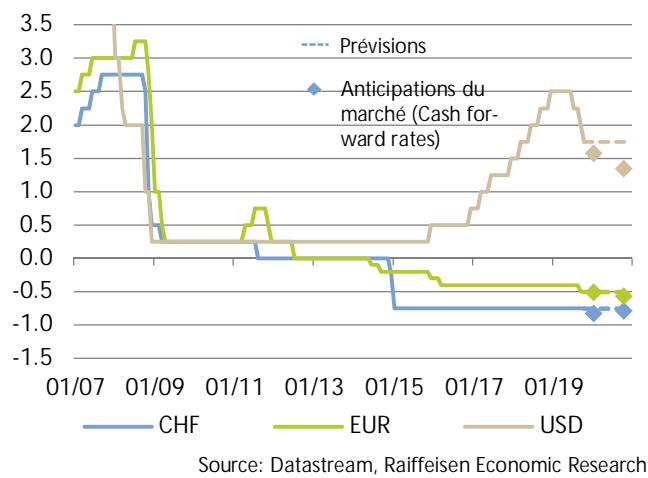
En conséquence, l'incertitude dans les entreprises industrielles à travers le monde reste élevée et se traduit par l'attitude retenue en matière d'investissements. Les pays tournés vers l'exportation comme l'Allemagne et la Suisse sont particulièrement concernés avec un impact considérable sur les carnets de commande du secteur manufacturier. La solidité du secteur pharmaceutique a jusqu'à présent permis de stabiliser la production industrielle suisse. En revanche, d'autres secteurs ne parviennent pas à se désolidariser de la faible demande des pays voisins. Après un taux encore très dynamique de 2,8% en 2018, la croissance du PIB suisse devrait ainsi tomber à 1% cette année et légèrement remonter à 1,3% en 2020.

Les sondages d'entreprise étaient récemment un peu moins optimistes. L'évaluation du carnet de commandes demeure toutefois encore très faible, avec un risque de débordement de la faiblesse à l'exportation sur le marché du travail et la consommation des ménages. Jusqu'à présent, à l'instar de la zone euro et des Etats-Unis, le taux de chômage suisse demeure encore très résistant en partie à des plus-bas records.

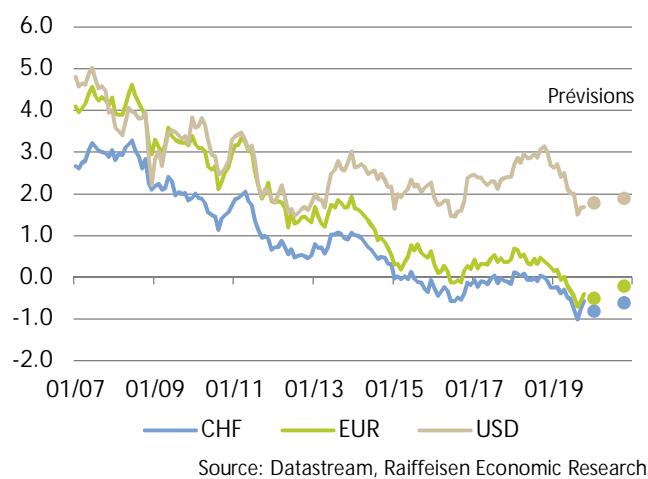
Les prix suisses baissent de nouveau  
Dans la foulée du ralentissement mondial de la conjoncture, la pression sur les prix faiblit également à l'échelle mondiale. Les anticipations des prix de vente des entreprises ont nettement baissé dans la plupart des secteurs. Aux Etats-Unis, la tendance sous-jacente demeure relativement stable près du seuil de 2%. Dans la zone euro, l'inflation stagne à un niveau nettement inférieur près de 1%. Et en Suisse, le taux annuel total est de nouveau tombé sous zéro en octobre. En raison de la nouvelle vigueur du franc, l'évolution des prix est ici amortie par la baisse plus forte des prix à l'importation. Ainsi, en 2020, le taux d'inflation suisse ne devrait être que légèrement positif.

# Taux d'intérêts

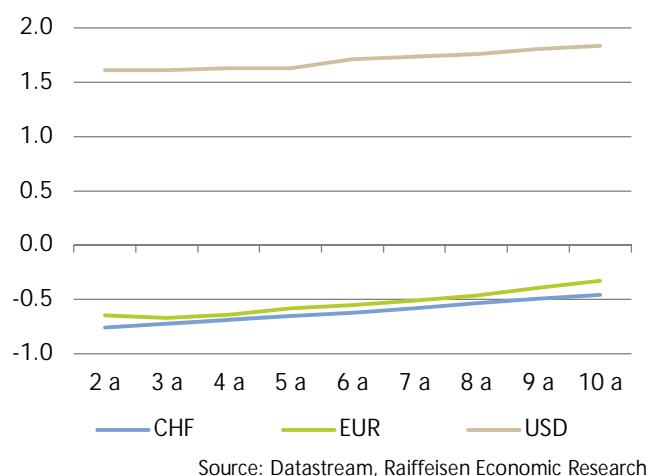
Taux directeurs, en %



Emprunts d'Etat sur 10 ans, en %



Courbe des taux (état: 07.11.19)



## Limites de la politique monétaire de la BCE

En septembre, la Banque centrale européenne a de nouveau opté pour un paquet de mesure exhaustif, y compris l'abaissement des taux à -0,5% et l'achat d'emprunts. Et avec la persistance des risques de ralentissement conjoncturel, elle est disposée à assouplir encore davantage sa politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE est toutefois de plus en de plus divisé quant à la pertinence d'un nouvel assouplissement car les effets secondaires négatifs des taux négatifs font débat. La politique de taux de la BCE semble donc (de plus en plus) atteindre ses limites. C'est pourquoi la Banque centrale exige un rôle plus actif en matière de politique fiscale.

La BNS ne baisse pas plus ses taux en l'absence d'urgence

Le consensus voulant que la surenchère sur les taux négatifs de la BCE se termine a certainement récemment contribué à réduire la pression sur le franc suisse et la BNS. Après la baisse des taux de la BCE, la BNS a pu renoncer aux interventions sur les devises et en l'absence d'urgence, n'a pas baissé son taux directeur, le laissant à -0,75%.

Une nouvelle appréciation du franc ces prochains mois n'est toutefois pas à exclure et donc la baisse ultérieure des taux par la BNS demeure possible. Mais à notre avis, elle ne devrait y procéder qu'en dernier recours.

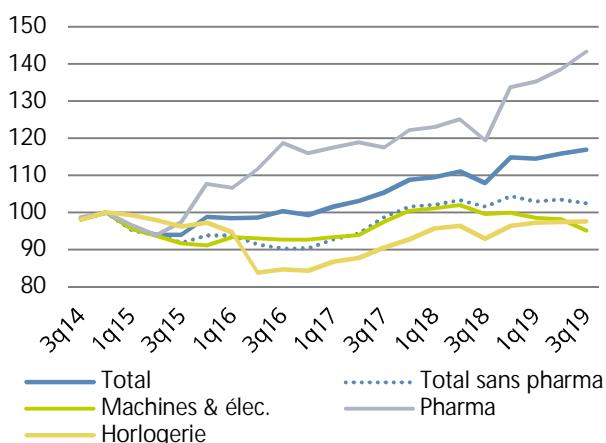
Avec la perspective d'une installation sur la durée des taux directeurs bas, les taux longs ne devraient pas beaucoup évoluer, ni à la hausse, ni à la baisse.

La Fed baisse ses taux à titre préventif

La Banque centrale américaine, elle aussi, a assoupli sa politique monétaire. Dans un contexte inflationniste détenu, sa priorité est de préserver la relance. Entre-temps, elle a peaufiné ses taux en les abaissant trois fois. En outre, comme la conjoncture américaine demeure solide, les banquiers centraux ne prévoient pas encore de cycle étendu d'abaissement des taux.

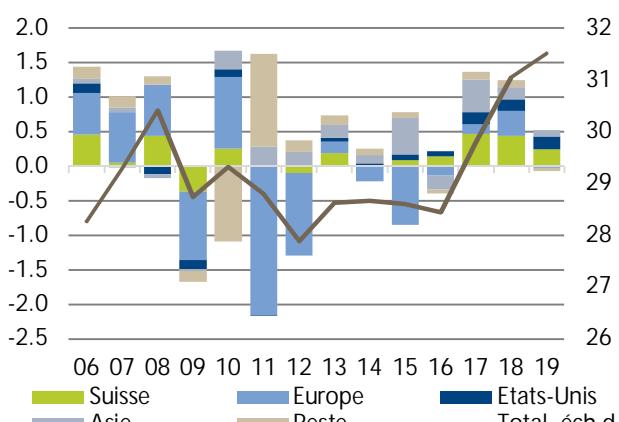
# Secteurs suisses

Exportations selon les secteurs, T4 2014 = 100



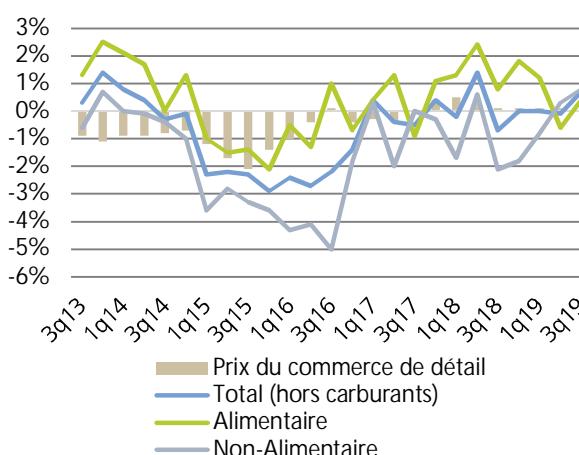
Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Nuitées (cumul jan-sep) par rapport à l'année précédente et total, en mio.



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Chiffres d'affaires et prix du commerce de détail, en % sur l'année précédente



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Grandes divergences entre les exportations

Malgré le ralentissement du commerce mondial au 3<sup>e</sup> T, les exportations de biens suisses ont progressé de 8% par rapport à l'année précédente. Cette embellie s'explique une fois de plus par la forte croissance des exportations pharmaceutiques. En raison de l'évolution démographique, la demande étrangère ne cesse d'augmenter alors que l'effet du franc fort ne joue pas en raison de la faible sensibilité aux prix des médicaments. La plupart des autres branches, en revanche, accusent un recul des exportations. En particulier la construction mécanique subit un fort vent contraire depuis un certain temps. L'une des rares exceptions positives est l'horlogerie où les exportations ont progressé de 5% par rapport à l'année précédente mais se situent toujours en dessous du niveau de 2014, comme celles des machines.

## La clientèle européenne n'afflue plus

Le ralentissement conjoncturel en Europe ainsi que l'appréciation du franc laissent aussi des traces dans le secteur touristique où le retour de la clientèle européenne ne s'est pas poursuivi en 2019. De janvier à septembre, en glissement annuel, on constate une légère baisse, comme c'est aussi le cas de la fréquentation de touristes venus du Proche et du Moyen-Orient. En tous cas, 2019 battrait certainement le record du nombre de nuitées de 2018, grâce à la hausse continue du nombre de touristes helvétiques, américains et asiatiques.

## Commerce de détail en légère hausse

A la différence de l'industrie, le secteur du tourisme et d'autres secteurs du tertiaire continuent de créer des postes. Globalement, le marché du travail est donc solide, ce qui profite à la consommation des ménages, par ailleurs soutenue par la croissance démographique et la faible inflation. Dans le commerce de détail qui capte environ un quart de cette consommation, les chiffres d'affaires nominaux ont augmenté d'environ 1% par rapport à l'année précédente après avoir stagné plusieurs trimestres. Même le segment Non-alimentaire toujours sous forte pression, a affiché une hausse de son CA au 3<sup>e</sup>T. Quoi qu'il en soit, en raison de la forte mutation structurelle, la situation dans le commerce de détail est toujours tendue: la concurrence fait rage, exerçant une pression sur les prix.

# Devises

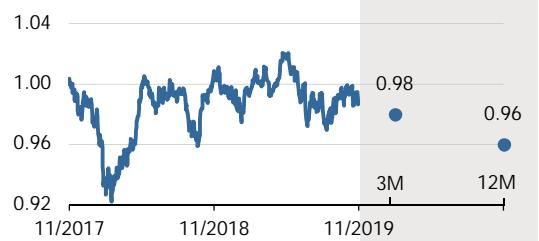
## EUR/CHF

Ces derniers temps, le cours 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 Banque centrale européenne (BCE), des discussions de plus en plus intenses et des options s'amenuisant sans cesse, la pression à la hausse sur le franc a nettement fléchi pour le moment. Pour la Banque nationale suisse, la situation est plutôt confortable, car elle n'a plus besoin 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 au dollar US, le franc suisse s'est aussi légèrement déprécié depuis le mois d'août. Mais il est 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 baisse des taux, à la fin octobre, devrait enfin mettre un terme à l'ajustement de la politique monétaire US. En matière de taux, 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. Une procédure de destitution contre Donald Trump pourrait susciter de la volatilité.



## EUR/USD

Le cours EUR / USD a enregistré un nouveau record à la baisse en octobre. Mais il a repris près de 3% depuis. Le phénomène de cette année avec des records à la baisse suivis de reprises se poursuit. Cela reflète les limites de la politique monétaire européenne et le changement de cap simultané de la Fed. Les données fondamentales pour l'euro s'améliorent elles aussi: les excédents de la balance des paiements et de la balance des mouvements de capitaux dans la zone euro augmentent à vue d'œil. La base d'une appréciation plus nette de l'euro à moyen terme est ainsi posée; pour qu'elle ait lieu, une meilleure dynamique économique s'impose.



## GBP/CHF

Après de longues tergiversations, Boris Johnson a atteint son objectif: de nouvelles élections se tiendront au Royaume-Uni avant la fin de l'année. Voyant sa marge de manœuvre réduite, l'opposition a finalement succombé. Les élections auront lieu le 12 décembre. Une nouvelle phase d'incertitude se présente et l'arrivée d'une majorité claire, qui pourrait y mettre fin, est incertaine. Reste que le risque d'un «No-Deal-Brexit» a fortement baissé. C'est ce que la livre exprimait au cours des semaines passées, avec un rallye atteignant jusqu'à 10%. Nous avons donc modifié nos prévisions à la hausse.



## 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, ces fluctuations restent raisonnables étant donné que le franc suisse 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	-0.41	-0.80	-0.60
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.27	-0.50	-0.20
USD	2.18	2.30	1.89	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.07	-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	1.27	1.25	1.28
<b>Matières premières</b>					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	67	52	62	60	56
Or (USD/once)	1303	1281	1487	1500	1550

\*07.11.2019

\*\*multiplié par 100

# Prévisions Raiffeisen (II)

## Prévisions détaillées Suisse

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Prévisions
PIB, réel, évolution en %	2.5	1.3	1.7	1.9	2.8	1.0	1.3	
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	
Taux de chômage en %	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	2.4	
Inflation en %	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.5	0.4	

**Editeur**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zürich  
[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.