

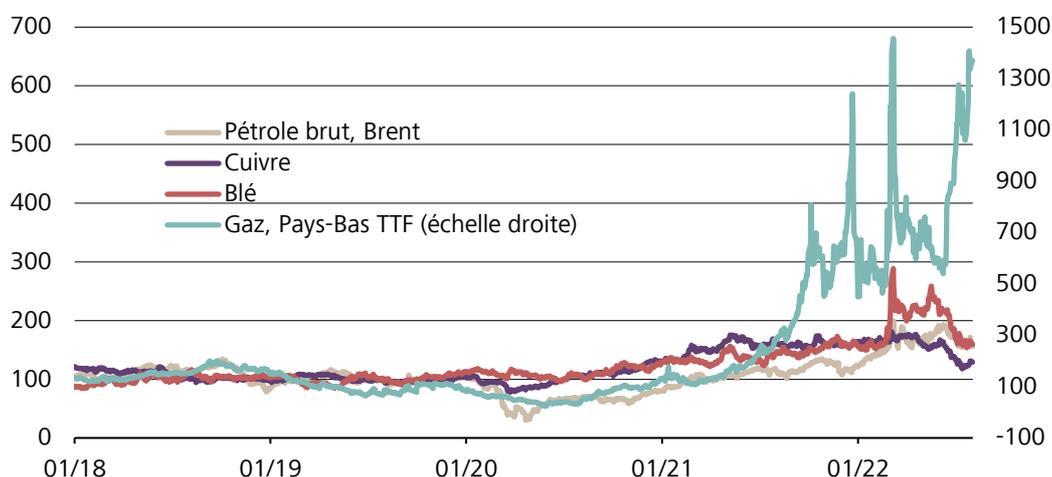
# Check conjoncturel

Pour le deuxième trimestre consécutif, l'économie américaine s'est légèrement contractée, glissant dans une récession dite « technique ». En revanche, en Europe, les effets de la réouverture après le confinement ont entraîné une embellie significative. Avec la crise énergétique, les perspectives conjoncturelles s'assombrissent nettement plus vite de ce côté de l'Atlantique. En raison du fort taux d'inflation, la confiance des consommateurs a atteint un plus bas inédit – notamment en Suisse, de sorte que pour 2022, nous tablons désormais sur une croissance plus modérée du PIB de 1,9%. Pendant ce temps, les banques centrales veulent continuer à rationaliser leur politique monétaire en raison de la pression élevée sur les prix. Or, surtout en Europe, la fenêtre pourrait se refermer relativement vite grâce à l'affaiblissement plus prononcé de la conjoncture.



## GRAPHIQUE DU MOIS : L'ENVOLEE DES PRIX DU GAZ

Cours des matières premières, indice (2019=100)



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Alors que les effets de la reprise de l'activité s'amenuisent et que le vent contraire de l'inflation se lève, l'économie mondiale s'essouffle progressivement. La demande de biens qui s'apaise accélère la normalisation des chaînes de livraison. En association avec les inquiétudes croissantes quant à la récession, il en a résulté une correction plus prononcée des cours de nombreuses matières premières.

Les cours des métaux industriels sont certes un peu plus élevés qu'avant la pandémie, mais nous sommes loin des maximums de l'année écoulée. Cela vaut par ex. pour le cuivre qui sert souvent d'indicateur de l'état de la conjoncture mondiale. Il traduit notamment la baisse de l'activité de construction suite à la forte hausse des taux hypothécaires aux Etats-Unis. C'est pourquoi les prix du bois baissent de nouveau pour se rapprocher du niveau d'avant la crise. Une détente s'observe également sur le cours des produits agricoles de

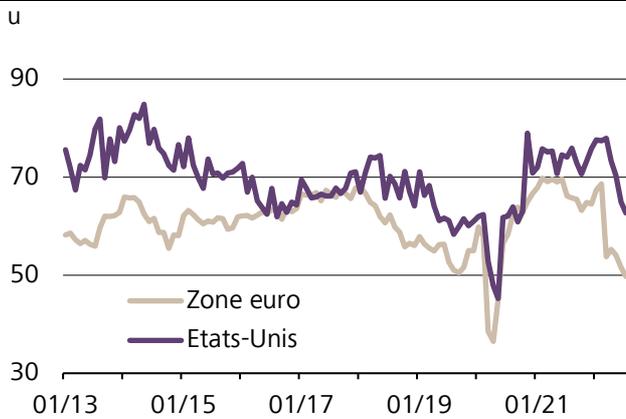
base. Malgré la poursuite de la guerre en Ukraine, le prix du blé a de nouveau nettement baissé – avec le coup de pouce supplémentaire de l'accord conclu entre l'Ukraine et la Russie autorisant de nouveau les livraisons par bateau. En effet, indépendamment d'autres sanctions prévues pour les exportations de pétrole russes, même le prix du baril de Brent pourrait retomber sous le seuil de 100 dollars.

Or, l'envolée des prix du gaz, et pour être précis celui du gaz européen se maintient. Le géant du gaz russe Gazprom a encore réduit les livraisons déjà très restreintes vers l'UE. Ainsi, l'Allemagne ne recevra plus que 20% du volume d'avant-crise par le gazoduc Nord Stream 1, ce qui ne facilite pas le remplissage des réserves pour l'hiver prochain. C'est pourquoi le gaz négocié aux Pays-Bas continue d'afficher des niveaux record, près de 14 fois plus cher qu'en 2019, ce qui plombe la conjoncture même sans pénurie aggravée de gaz.

# Conjoncture



## ANTICIPATIONS DE LA PRODUCTION

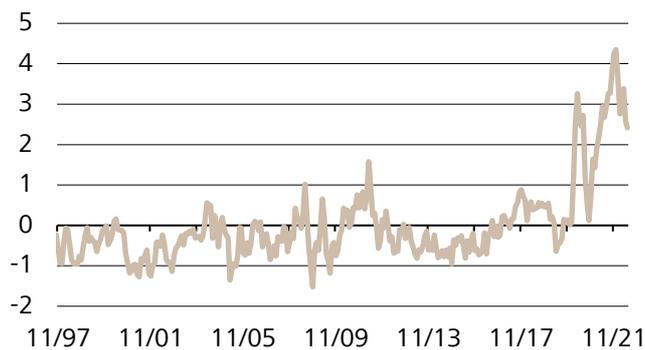


Source : S&P, Raiffeisen Economic Research



## INDICE DE TENSION DES CHAINES DE LIVRAISON

Global, 0 = moyenne sur le long terme

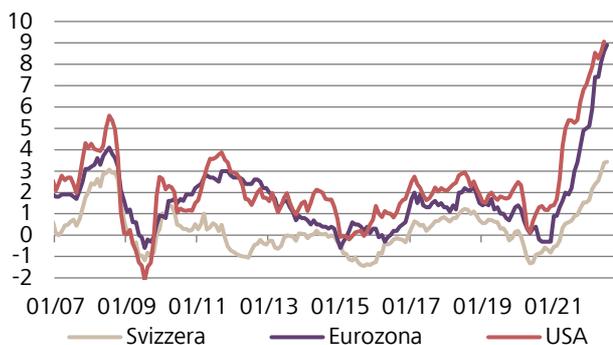


Source : New York Fed, Raiffeisen Economic Research



## PRIX A LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Le ciel conjoncturel s'assombrit rapidement

Les nuages au ciel conjoncturel s'assombrissent rapidement avec l'atténuation des effets de réouverture suite à la pandémie et la poussée inflationniste. Cela vaut en particulier pour l'Europe en raison de la crise énergétique. Certes, le tourisme reste florissant et d'autres prestations de services rattrapent leur retard, entraînant notamment une forte hausse du PIB des pays du Sud de l'Europe au deuxième trimestre. Les très fortes hausses de prix pèsent toutefois très fortement sur le pouvoir d'achat des ménages et ont fait chuter la confiance des consommateurs dans la zone euro et en Suisse à un plus-bas historique. Malgré l'épargne excédentaire disponible de la pandémie, les soutiens étatiques et un marché du travail solide, les ménages doivent restreindre leur consommation, ce qui s'est récemment traduit par un net recul de la demande de biens et donc par une baisse du chiffre d'affaires de détail réel.

Dans l'industrie aussi, la fin du boom des biens de consommation ainsi que les perspectives conjoncturelles incertaines entraînent une correction du volume de commandes. Certes, pour l'instant, le tampon de commandes actuel ne laisse pas présager d'effondrement abrupt de l'activité de production. Toutefois, l'accélération plus forte initialement attendue avec l'affaiblissement des goulots d'étranglement mondiaux devrait désormais appartenir au passé. En juillet, les anticipations de production des directeurs d'achat de la zone euro ont continué à chuter à un niveau nettement inférieur à la moyenne. Il en va de même pour le baromètre conjoncturel KOF pour la Suisse. L'enquête du KOF a révélé qu'à l'instar des pays voisins, c'est avant tout l'ensemble des indicateurs pour l'industrie manufacturière et la consommation qui s'est détérioré, toutefois dans une moindre mesure.

## Hausse toujours aussi prononcée des prix à la consommation

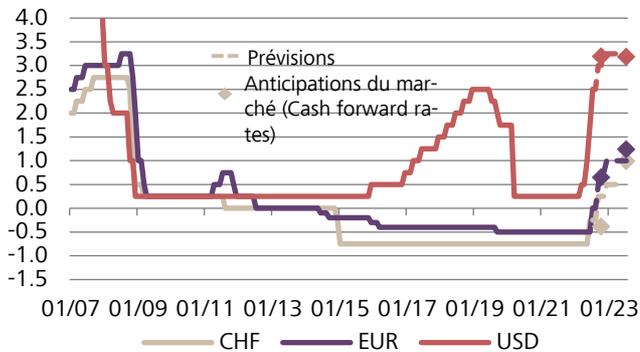
La politique zéro covid en Chine continue notamment d'engendrer des perturbations extensives des livraisons. Toutefois, les signaux d'une détente durable des goulots d'étranglement mondiaux se multiplient. Les barèmes de fret ont notamment baissé de moitié depuis leur plus haut.

Conjointement à l'apaisement sur le front des matières premières – à l'exception notable du gaz européen – la pression sur les prix se relâche progressivement depuis son niveau très élevé. Les fabricants ont récemment signalé une hausse nettement plus faible des coûts. En revanche, les prix à la consommation n'affichent aucune tendance nette. Les anticipations de prix dans le commerce de détail et dans le secteur des services ont certes commencé à légèrement reculer au début du deuxième semestre, mais demeurent à des niveaux quasi record. En milieu d'année, les prix à la consommation ont de nouveau augmenté plus que prévu. Aux Etats-Unis, le taux d'inflation annuel a dépassé 9% au mois de juin. Dans la zone euro, il est légèrement inférieur. Et en Suisse, malgré la hausse récente du franc, le seuil de 3,5% a tout juste été atteint.

## Taux



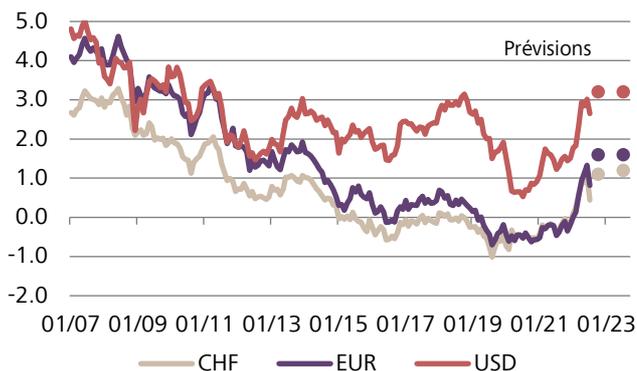
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



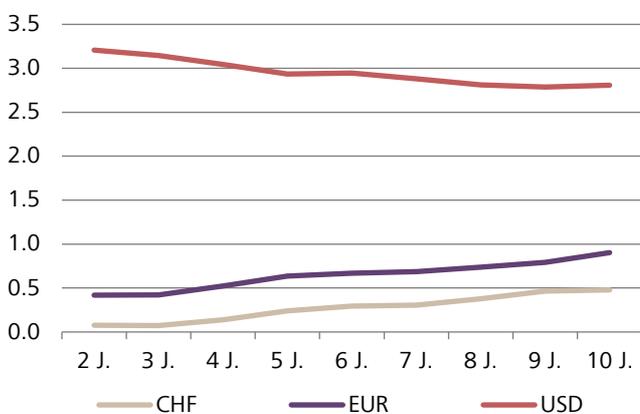
## EMPRUNTS D'ETAT SUR 10 ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ETAT : 08.08.22), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## La Fed a atteint la limite de vitesse

Un taux d'inflation qui se rapproche de 10 % avec en parallèle un marché du travail toujours aussi solide maintient la pression sur la Fed quant à la normalisation des taux, même si l'économie américaine affiche de nets signes d'affaiblissement. C'est pourquoi, les banquiers centraux américains n'ont pas donné de coup d'accélération de la rationalisation des taux en juin, mais considèrent qu'une hausse prochaine des taux reste nécessaire pour parvenir au recul durable de la dynamique des prix. La priorité absolue est à la maîtrise de l'inflation. D'ailleurs, la Fed est prête à accepter un ralentissement plus marqué de la conjoncture sans changer de cap dès les premiers signes d'affaiblissement. La détermination affichée par la banque centrale associée aux inquiétudes accrues quant à la conjoncture font de nouveau nettement baisser les anticipations de taux à long terme en milieu d'année et ont poussé les taux du marché des capitaux sensiblement sous les valeurs maximales.

## La BCE abolit les taux négatifs

Finalement, la BCE accélère également plus rapidement la normalisation des taux. Après l'arrêt des achats d'emprunts nets début juillet, le relèvement des taux directeurs a été deux fois plus marqué que prévu (50 points de base) qu'annoncé ; le taux de dépôts se situe donc à zéro. L'élément déclencheur a été la matérialisation du risque d'inflation ainsi que l'accord quant à l'« Instrument de Protection de la Transmission » supplémentaire qui permet désormais à la BCE en cas de besoin par des achats d'emprunts flexibles de contrer la hausse « injustifiée » des primes de risque de différents pays membres dans la foulée de la normalisation des taux. Avec les perspectives de prix actuelles, la BCE estime que de nouvelles hausses continues des taux pour se rapprocher du niveau neutre sont adaptées. Or, un repli conjoncturel plus marqué pourrait très rapidement refermer cette fenêtre.

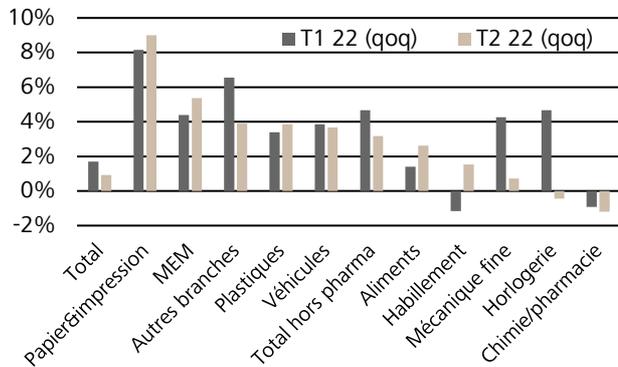
## Franc solide contre hausse des taux de la BNS

Après la hausse préventive des taux de 50 points de base de la BNS, le taux EUR/CHF a finalement chuté bien en dessous de la parité – même si c'est dans une ampleur « contrôlée », surtout dans un contexte d'écart d'inflation très élevé. Ainsi, la BNS devrait elle aussi viser la fin de la politique des taux négatifs lors de la réunion de septembre, probablement avec un nouveau relèvement marqué des taux. Or, d'ici là, plus le franc sera fort, plus la banque nationale sera incitée à se retenir un peu plus lors de la normalisation des taux, au lieu d'intervenir de nouveau sur le marché des devises. En Suisse, en raison du tableau inflationniste plus détendu, l'urgence quant à la normalisation est bien moindre. Cela s'est récemment également traduit par une nette correction baissière des anticipations de marché pour le taux directeur de la BNS, entraînant également une nette correction des taux longs en Suisse.

# Branches suisses



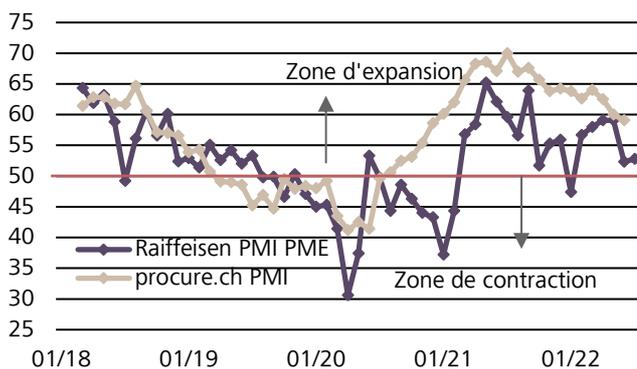
## CROISSANCE A L'EXPORTATION



Source : AFD, Raiffeisen Economic Research



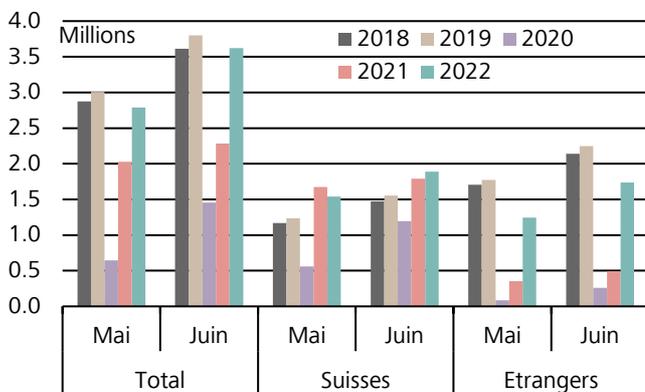
## MORAL DES ENTREPRISES



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## NUITEES



Source : OFS, Raiffeisen Economic Research

## Forte hausse à l'exportation de l'industrie MEM

Les deux plus grandes branches exportatrices, la chimie/pharmacie et l'horlogerie ont récemment enregistré un recul des exportations. Et pourtant, au deuxième trimestre et pour la huitième fois consécutive, les exportations suisses ont progressé, toutefois un peu moins fortement qu'avant. La plus importante contribution à la croissance a été apportée par la troisième branche exportatrice la plus importante, l'industrie MEM, et en particulier le secteur des métaux, dont les exportations atteignent des niveaux record. Les confinements en Chine ont eu des répercussions négatives très sensibles sur les exportations suisses, en particulier celles des montres qui se sont littéralement effondrées. En revanche, l'industrie MEM a même réussi à nettement améliorer son chiffre d'affaires dans l'empire du Milieu. Globalement, les perspectives pour les exportateurs se sont fortement assombries. Outre la Chine, la croissance économique s'affaiblit également rapidement aux Etats-Unis et dans la zone euro, de sorte que la forte demande étrangère de biens suisses menace de baisser.

## Traces de ralentissement chez les PME industriels

Les carnets de commande dans l'industrie sont encore bien remplis, ce qui confère un coussin aux exportateurs. Toutefois, des traces de ralentissement sont apparues au niveau des nouvelles activités, en particulier chez les PME qui enregistrent de moins en moins de nouvelles commandes. C'est ainsi que l'indice PMI PME de Raiffeisen ne se situait récemment que tout juste au-dessus du seuil de croissance de 50. Les grandes entreprises présentent une dynamique de croissance plus élevée, comme le montre l'indice PMI de procure.ch qui dessine l'économie globale. L'analyse différenciée de l'activité s'expliquait jusqu'à présent avant tout par les goulots d'étranglement qui gênent de toute évidence davantage les PME. Désormais, le carnet de commande affiche lui aussi une image très contrastée.

## Le tourisme gagne de nouveau du terrain

En revanche, le secteur du tourisme a bien démarré la saison estivale. Certes, en raison des assouplissements dans le trafic international, les Suisses renouent avec les destinations à l'étranger, mais les vacances au pays demeurent très populaires. En mai et en juin, le nombre de nuitées sur le sol national était nettement plus élevé qu'avant la pandémie. Par ailleurs, les touristes étrangers ont réservé trois fois plus de nuitées que l'année précédente. Et les chiffres des atterrissages quotidiens dans les aéroports suisses indiquent que cette tendance s'est poursuivie en juillet. Globalement, le nombre de nuitées au début de l'été a presque renoué avec le niveau d'avant la crise. Il existe toutefois un certain potentiel haussier chez les touristes étrangers, en particulier ceux originaires d'Asie et surtout de Chine.

## Devises



## PRÉVISIONS



\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

**EUR/CHF**

La Banque nationale suisse (BNS) ne considère plus que le franc suisse est surévalué. Par conséquent, elle ne lutte actuellement plus contre son appréciation, d'autant plus qu'un franc plus fort freine l'inflation importée. Pendant ce temps, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux d'intérêt en juillet pour la première fois depuis 2011 (+0.5%). Pour maîtriser l'inflation, de nouvelles hausses de taux d'intérêt seront nécessaires. Ceci, combiné à la menace d'un arrêt des livraisons de gaz russe, alimente le risque de récession dans la zone euro. Une inversion du cours EUR/CHF n'est donc pas en vue. Nos prévisions sur trois mois pour la paire de devises se situent désormais à 0.98.

**USD/CHF**

Pour la deuxième fois consécutive, la Réserve fédérale américaine a relevé ses taux directeurs de 0.75% – depuis le début de l'année, cela équivaut à une hausse de 225 points de base au total. Le niveau ainsi nettement plus élevé des taux d'intérêt nominaux par rapport au franc suisse soutient le dollar US. Après que les USA aient dérapé dans une récession technique au 2<sup>e</sup> trimestre, la Fed devrait toutefois avoir lentement atteint la fin en termes de hausses de taux d'intérêt. Il faut également s'attendre à ce que le problème de la dette publique revienne sur le devant de la scène à moyen terme. Nous pensons que le billet vert devrait donc avoir largement épuisé son potentiel de hausse.

**EUR/USD**

En juillet, la paire de devises EUR/USD est temporairement passée sous la barre des 1.00 pour la première fois depuis 2002. Cette année, l'euro a perdu plus de 10% de sa valeur par rapport au billet vert. Il faut y voir les craintes croissantes des investisseurs d'une récession compte tenu de l'inflation élevée et des politiques plus restrictives des banques centrales. En outre, la menace d'une crise énergétique en Europe pèse sur l'euro. Bien que beaucoup d'éléments négatifs soient au-jour'd'hui déjà pris en compte pour l'euro, il manque pourtant un certain élan pour une inversion de la tendance. Nous avons revu à la baisse nos prévisions à trois et douze mois pour les faire passer à 1.00 et 1.03.

**GBP/CHF**

Dernièrement, le cours GBP/CHF étaient situé entre 1.15 et 1.18. La livre sterling est confrontée à des vents contraires, surtout en raison de l'inflation obstinément élevée au Royaume-Uni (juin: +9.4%) et de la dynamique conjoncturelle en baisse. La démission du Premier ministre Boris Johnson en juillet s'est avérée être une difficulté supplémentaire. Pendant ce temps, la Bank of England (BoE) continue de resserrer les taux. D'ici la fin de l'année, le marché s'attend à une hausse totale des taux d'intérêt de 1.5%. La différence d'intérêt qui se creuse ainsi par rapport au franc suisse soutient la livre. Nous prévoyons la paire de devises légèrement plus élevée pour l'année, à savoir à 1.20.

**JPY/CHF\***

Afin de soutenir la reprise économique du pays, la Bank of Japan (BoJ) ne s'éloigne pas de sa politique monétaire ultra-expansionniste malgré des perspectives d'inflation récemment plus élevées. Les taux d'intérêt à court terme restent à -0.1%, l'objectif pour les obligations d'Etat à dix ans à zéro. Par conséquent, l'écart de taux d'intérêt par rapport à l'étranger continue de se creuser. Cela devrait maintenant être largement pris en compte dans le taux de change JPY/CHF. La paire de devises s'est stabilisée au-dessus de la barre des 0.70 en juillet. Cependant, il ne faut pas s'attendre à un mouvement contraire majeur. Le yen devrait atteindre 0.74 francs sur douze mois.

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	1.2	-2.5	3.7	1.9	1.5
Zone euro	1.3	-6.8	5.2	2.0	1.0
Etats-Unis	2.2	-3.5	5.7	1.5	1.0
Chine	6.0	2.3	8.1	3.0	4.0
Japon	0.3	-4.8	1.9	1.5	0.5
Global (PPP)	2.8	-3.1	5.9	2.3	2.0

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
Suisse	0.4	-0.8	0.6	3.0	1.5
Zone euro	1.2	0.3	2.6	8.0	3.0
Etats-Unis	1.8	1.2	4.7	8.5	4.0
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 %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	-0.75	-0.25	0.25	0.50
EUR	-0.50	-0.50	0.00	0.50	1.00
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	2.25-2.50	3.00-3.25	3.00-3.25
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 %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.58	-0.15	0.47	1.10	1.20
EUR (Germany)	-0.57	-0.18	0.90	1.60	1.60
USD	0.91	1.51	2.81	3.20	3.20
JPY	0.02	0.07	0.17	0.30	0.50

## Cours de change (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	0.98	0.98	0.98
USD/CHF	0.89	0.91	0.96	0.98	0.95
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.71	0.72	0.74
EUR/USD	1.22	1.14	1.02	1.00	1.03
GBP/CHF	1.21	1.23	1.16	1.18	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	52	78	96	105	95
Or (USD/once)	1898	1829	1777	1850	1950

\*08.08.2022

## 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>1.9</b>	<b>1.5</b>
Consommation des ménages	0.6	1.4	-3.7	2.7	2.8	0.9
Consommation publique	1.0	0.7	3.5	2.7	2.6	-0.1
Dépenses de biens d'équipement	2.1	1.3	-2.5	4.0	0.2	1.5
Investissements dans le bâtiment	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-1.0	0.5
Exportations	4.9	1.5	-6.0	11.2	4.6	4.0
Importations	3.5	2.3	-7.8	5.4	8.9	3.8
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>3.0</b>	<b>1.5</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.