

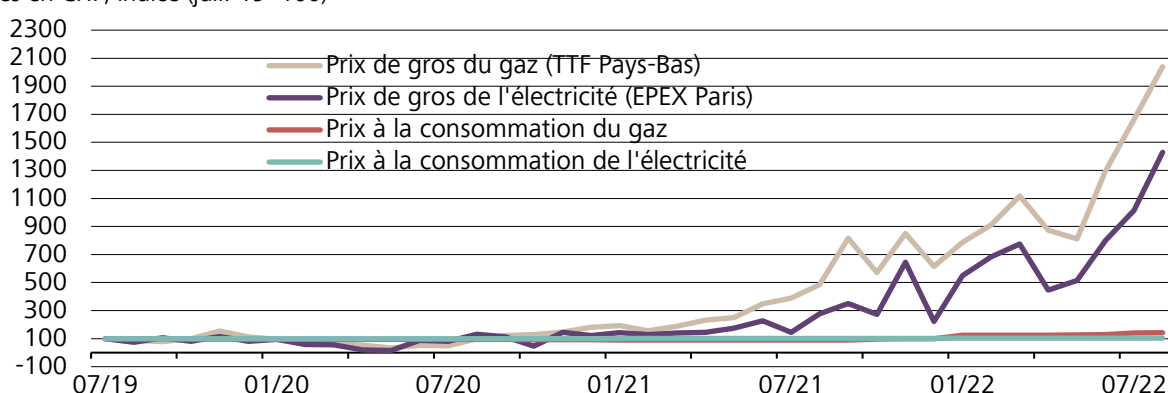
# Check conjoncturel

Tout comme celles de la plupart des pays voisins, l'économie suisse a encore réussi à tirer son épingle du jeu au deuxième trimestre. Toutefois, le ciel conjoncturel s'est considérablement assombri. L'économie suisse étant moins dépendante du gaz et généralement moins consommatrice d'énergie, la crise des prix de l'énergie n'a pas eu un impact si négatif. Cependant, les coûts énergétiques augmentent également massivement en Suisse de façon décalée et font attendre encore quelque temps des taux d'inflation plus élevés. En raison de la plus large pression sur les prix, la BNS devrait poursuivre la normalisation des taux d'intérêt. Le franc fort aide toutefois à atténuer l'inflation importée et effectue ainsi une partie du travail.



## GRAPHIQUE DU MOIS: CHOC RAMPANT DES PRIX DE L'ÉNERGIE

Prix suisses en CHF, indice (juil.-19=100)



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La crise des prix de l'énergie reste le thème phare en Europe. Les réservoirs de gaz se remplissent certes plus rapidement qu'attendu. Mais au prix de nombreux efforts. Le monde entier achète du gaz, presque à n'importe quel prix. Cela a récemment permis de limiter un peu les prix du commerce de gros. Ceux-ci restent toutefois à un niveau encore jamais vu. Et aussi longtemps que le gaz russe fera défaut, l'offre restera restreinte – d'autant plus que d'autres pays exportateurs envisagent de limiter les livraisons en raison de la hausse des prix dans leur propre pays.

Parallèlement, l'explosion des prix du gaz continue d'alimenter la hausse des prix de l'électricité. Dans le négoce d'électricité, la source de courant encore nécessaire pour couvrir les besoins détermine le prix du marché. C'est en général le gaz. La Suisse est aussi concernée du fait de l'interconnexion des réseaux électriques en Europe centrale, ce qui se reflète dans les prix de gros de l'électricité. Même si les fournisseurs suisses d'électricité disposent pour certains d'un degré élevé de production propre et si des contrats de livraison pluriannuels protègent encore en partie des récents prix records, les fournisseurs ont annoncé des hausses tarifaires moyennes de

plus de 30% pour la prochaine date annuelle d'adaptation début janvier, après une augmentation de 2,4% au début de cette année.

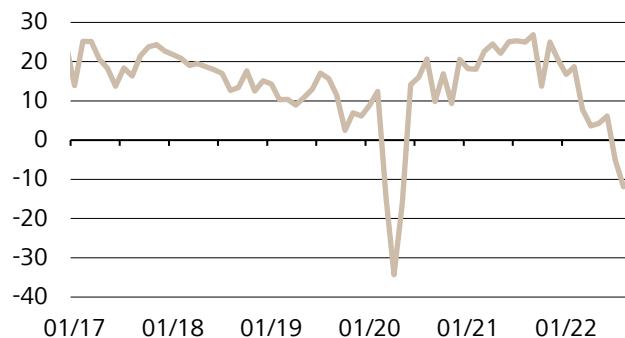
Par ailleurs, les prix du gaz ne cessent de flamber pour les consommateurs finaux. Les chiffres des prix à la consommation présentent déjà en août un taux annuel de 58%. Les prix de l'énergie pour les consommateurs et l'économie sont donc aussi fortement mis sous pression en Suisse de façon décalée. On ne peut pas se dissocier de la tendance européenne. L'UE travaille actuellement d'arrache-pied à trouver des solutions pour un découplage des prix de l'électricité et espère au moins contenir l'envolée. C'est pourquoi il n'est guère possible de prévoir l'évolution de l'inflation dans les mois à venir, d'autant plus qu'elle dépend beaucoup d'autres mesures d'allègement possibles des gouvernements nationaux. Vu que le Conseil fédéral juge toute aide inutile, les prix suisses de l'énergie surtout devraient continuer d'augmenter. Nous n'attendons donc pas encore d'amélioration marquée du taux d'inflation annuel l'année prochaine. Nous tablons maintenant sur un taux de 2,5%, après 3,0% cette année.

# Conjoncture



## ANTICIPATIONS D'EXPORTATION SUISSES

Enquête du KOF sur l'industrie

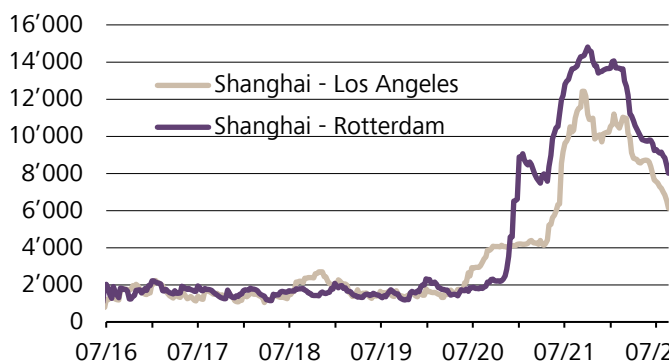


Source: KOF, Raiffeisen Economic Research



## TAUX DE FRET

Taux de fret aux Etats-Unis/conteneurs de 40 pieds

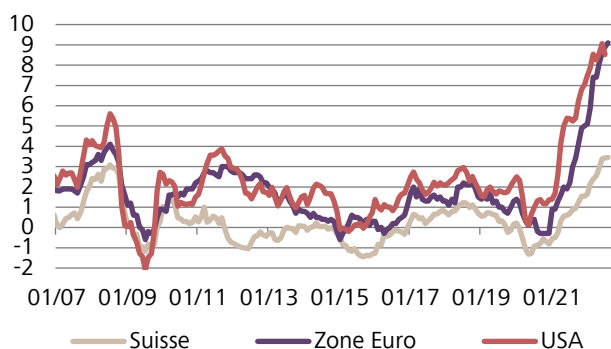


Source: Drewry, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## L'explosion des prix de l'énergie laisse des traces

Au deuxième trimestre, l'économie suisse a poursuivi son rétablissement de la pandémie. Sous l'impulsion de la consommation privée, le PIB a enregistré une hausse convenable de 0,3%. Autant pour le regard en arrière. Comme partout en Europe, la crise des prix de l'énergie laisse cependant aussi toujours plus de traces ici. La hausse de l'inflation pèse sur le pouvoir d'achat alors que les revenus n'augmentent que modérément. Dans les pays voisins, les gouvernements continuent certes d'augmenter les aides aux consommateurs et à l'industrie. Et les consommateurs compensent la différence en utilisant les épargnes excédentaires constituées pendant la pandémie. Il n'en reste pas moins que beaucoup de ménages doivent déjà réduire leur consommation. Au milieu de l'année, le commerce de détail a enregistré un net recul dans la zone euro et a aussi stagné en Suisse. En outre, les attentes des commerçants sont de plus en plus pessimistes. Même l'industrie de l'hôtellerie, de la restauration et des loisirs rapporte une demande en baisse après une saison réjouissante.

En attendant, l'industrie européenne profite certes en partie d'un allègement des goulets d'approvisionnement. En même temps, le ravitaillement des commandes est toutefois bloqué et il y a de plus en plus d'annulations. Les entreprises spécialement gourmandes en énergie limitent déjà leur activité – même sans situation concrète de pénurie – ou déplacent leurs activités sur d'autres sites (moins coûteux). Même l'industrie suisse nettement moins consommatrice d'énergie ressent le vent contraire qui agite la planète. Les attentes du KOF pour les exportations sont aussi passées en territoire négatif au début du deuxième semestre.

## L'inflation continue de couvrir

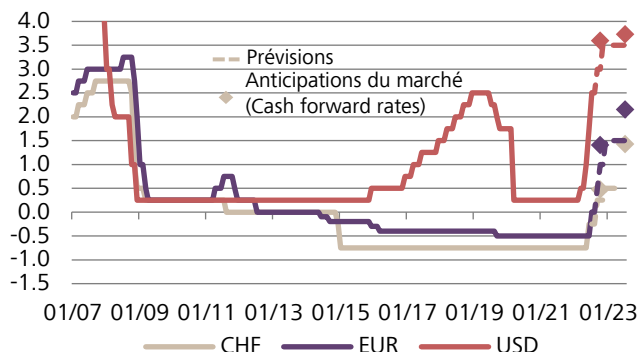
Les problèmes des chaînes d'approvisionnement continuent de diminuer sous l'effet de l'affaiblissement de la demande de biens. Les taux de fret ont été fortement rectifiés et les stocks augmentent de manière soutenue. En outre, les inquiétudes conjoncturelles ont entraîné une accalmie dans de nombreuses cotations des matières premières. Le pouvoir de fixation des prix des entreprises diminue donc aussi, et les hausses des prix dues à la pandémie s'inversent pour certains produits, comme pour les voitures d'occasion aux Etats-Unis. L'inflation devrait ainsi avoir atteint son pic aux Etats-Unis. L'économie américaine, jusqu'ici plus résistante, et surtout l'étroitesse du marché du travail, continuent cependant de faire augmenter les salaires de manière « malsaine » et maintiennent la pression sous-jacente sur les prix à un niveau élevé.

Dans la zone euro, l'évolution des salaires continue de frapper par son dynamisme sensiblement moindre. En revanche, l'explosion des prix de l'énergie entraîne toujours plus d'effets secondaires et pousse l'inflation vers la barre de 10%. En Suisse, l'augmentation des prix, avec un taux annuel de 3,5%, est restée dernièrement presque stable et beaucoup moins élevée – grâce aussi au franc fort. Les effets décalés des prix de l'énergie devraient cependant empêcher un recul plus important du taux annuel dans l'année qui vient.

# Taux d'intérêt



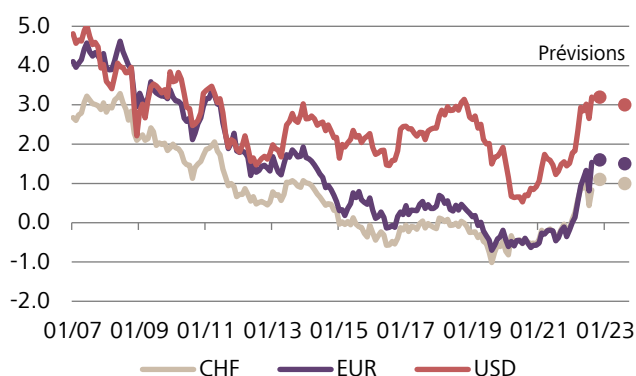
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



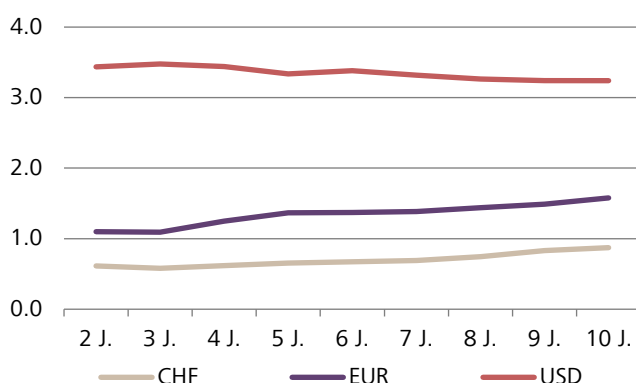
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT: 08.09.22), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed ne veut pas relâcher ses efforts

Même si l'inflation américaine a dépassé son pic, la Fed reste encore très loin de son taux cible de 2%. Face à la vigoureuse dynamique de l'économie jusqu'ici, la Fed entend donc continuer de raffermir «énergiquement» la politique monétaire. Il faut, selon Jerome Powell, s'attendre à des effets douloureux pour l'économie. A la Conférence des banquiers centraux à Jackson Hole, le président de la Fed a vigoureusement démenti les spéculations sur des abaissements de taux déjà dans l'année à venir. Cela prendra un certain temps selon lui pour venir à bout de l'inflation. L'histoire montre qu'il faut prendre garde à ne pas relâcher la politique monétaire trop tôt. Avant que Paul Volcker ne serre la vis au début des années 1980, de nombreuses tentatives infructueuses avaient été faites dans les 15 années précédentes pour régler le problème. Pour juguler l'inflation élevée, une longue période de politique monétaire très restrictive a été récemment nécessaire, selon Jerome Powell. Et la Fed serait aussi prête à le faire cette fois. Au vu du ton ferme de la Fed, la toute récente correction des anticipations de taux est à nouveau largement inversée.

### La BCE varie d'une réunion à l'autre

La BCE n'a arrêté ses achats nets d'obligations qu'au milieu de l'année et commencé la normalisation des taux en juillet. Après deux relèvements, les taux directeurs sont entre-temps au moins revenus en territoire positif. En raison des risques liés aux prix qui ont encore augmenté, la banque centrale européenne tient actuellement pour appropriée une poursuite de la normalisation dans les réunions à venir – même si les perspectives conjoncturelles se sont fortement assombries. Toutefois, le Conseil de la BCE entend maintenant naviguer à vue et décider de réunion en réunion en fonction des données disponibles. L'économiste en chef de la BCE, Philip Lane, juge favorable d'adopter un rythme régulier pour limiter les effets secondaires et avoir la possibilité si nécessaire de corriger à nouveau le cours plus facilement – ce qui pourrait être le cas plus rapidement qu'attendu si des tendances baissières conjoncturelles vont en s'accroissant.

### La BNS peut peser le pour et le contre

Depuis la hausse de 50 points de base décidée préventivement par la BNS à mi-juin, le franc a nettement pris de la valeur. Le cours EUR/CHF est temporairement tombé vers 0,95. L'appréciation nominale est pour une bonne part justifiée par la très grande différence d'inflation. Ainsi, la BNS ne devrait pas être dissuadée de cesser la politique des taux négatifs à la réunion de septembre; un autre relèvement marqué des taux est donc attendu. Toutefois, plus le franc sera fort, et plus il aidera à atténuer l'inflation importée, plus la Banque nationale sera incitée lors des réunions à venir à montrer un peu plus de retenue dans la normalisation des taux au lieu d'intervenir à nouveau sur le marché des devises.

# Branches suisses – Gros plan sur les coûts énergétiques

La consommation énergétique globale de la Suisse est à peu près comparable aujourd'hui à celle du début des années 90, malgré une forte croissance de la population et de l'économie. Les produits pétroliers comme le mazout et l'essence, qui représentent 40% de la consommation d'énergie totale, restent les principales sources d'énergie. Ils sont toutefois nettement moins utilisés que dans les décennies précédentes, ce qui est dû surtout à des évolutions technologiques réduisant la consommation. En revanche, la consommation d'électricité et de gaz naturel a augmenté. Dans l'industrie, l'électricité était déjà la source d'énergie la plus importante dans les années 1980. Depuis 20 ans, le secteur des services utilise aussi plus d'électricité que de produits pétroliers. Actuellement, l'électricité constitue 40% de l'énergie consommée à la fois dans l'industrie et le secteur tertiaire, alors que la part du gaz se situe respectivement à 25% et à 20%. Au total, la consommation d'électricité a cependant augmenté moins fortement que la population. Cela est dû au fait que la société a une gestion toujours plus efficace de l'électricité, ce qui explique pourquoi la consommation totale n'a plus progressé au cours des dix dernières années.

Même si l'intensité énergétique a diminué, les coûts énergétiques des entreprises n'ont pas baissé dans les mêmes proportions. Cela tient au fait que les prix de l'énergie ont augmenté, la hausse étant disproportionnée par rapport à l'inflation des prix à la consommation. Il y a 30 ans, les coûts énergétiques dans l'industrie représentaient juste 5% de la création de valeur. Actuellement, cette valeur se situe autour de 4%. Cela ne semble certes pas beaucoup. Dans quelques branches, les coûts de l'énergie sont toutefois plusieurs fois plus élevés (voir graphique) et la récente hausse des prix de l'énergie n'est encore pas entièrement prise en

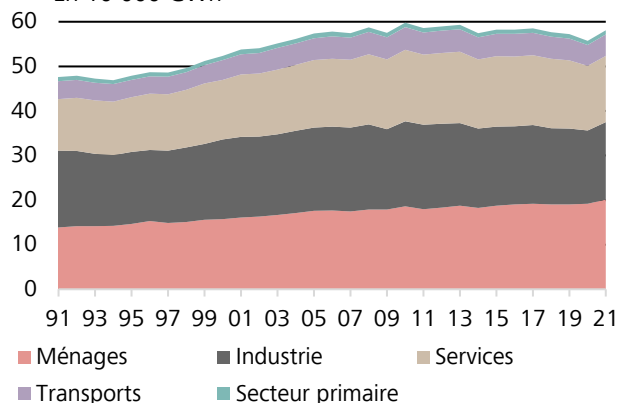
compte dans ce contexte. La métallurgie ainsi que la fabrication de papier sont les plus grandes consommatrices d'énergie. Dans les deux branches, la facture énergétique correspond à 30% de la création de valeur. La branche du verre et de la céramique occupe la deuxième position avec 15%, surtout à cause de la fabrication de ciment très gourmande en énergie. Dans le secteur des services à son tour, les dépenses en personnel et de loyer constituent les facteurs de coût de loin les plus importants. Mais il y a aussi dans ce secteur des entreprises dont les coûts énergétiques représentent une part importante de la création de valeur. Le chauffage de grands espaces ou l'exploitation d'installations de climatisation en sont très souvent la cause comme c'est le cas des piscines, centres de fitness ou hôtels.

La plupart des entreprises paient déjà considérablement plus pour le gaz, alors qu'une nouvelle hausse est prévisible au vu de la forte augmentation récente des prix de gros. La hausse exorbitante des prix de l'électricité sur le marché se répercute un peu plus lentement sur les consommateurs finaux. Les grands consommateurs doivent couvrir leurs besoins en électricité sur le marché libre et connaissent parfois déjà des coûts énergétiques plus élevés. Pour la plupart des entreprises (et des ménages), la facture d'électricité augmente cependant dans le cadre de l'adaptation annuelle des prix des fournisseurs d'énergie de début d'année. En moyenne, la hausse s'élève à environ 25%, ce qui est du jamais vu pour les prix de l'électricité. Ainsi, la rentabilité est aussi sous pression dans les branches moins gourmandes en énergie. Celles-ci devraient donc non seulement renforcer leurs efforts d'économie d'énergie mais aussi davantage essayer de répercuter les hausses sur les consommateurs. Sinon, les entreprises grandes consommatrices d'électricité risquent bien de disparaître.



## CONSUMPTION SUISSE D'ÉLECTRICITÉ

En 10'000 GWh

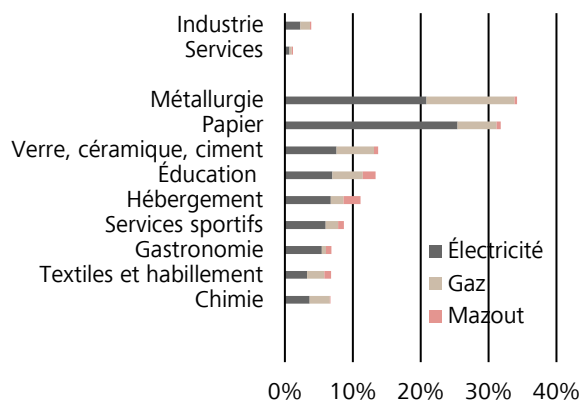


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## COÛTS ÉNERGÉTIQUES PAR BRANCHE

En % de la création de valeur (état juillet 2022)

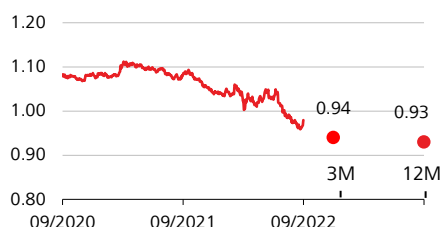


Source: OFS, calculs propres, Raiffeisen Economic Research

## Devises



## PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

L'euro est temporairement tombé à CHF 0.9553 en août, son plus bas niveau jamais atteint. La monnaie commune européenne souffre de la guerre en Ukraine, d'une inflation record et de la menace croissante de récession. L'aggravation de la crise énergétique et l'attitude hésitante de la BCE à l'égard du revirement des taux d'intérêt suscitent des vents adverses supplémentaires. A l'heure actuelle, peu de choses suggèrent un redressement de l'euro. Cependant, nous supposons qu'au regard de l'économie d'exportation, la BNS ne permettra pas au franc de s'apprécier indéfiniment. Nous avons donc corrigé légèrement à la baisse nos prévisions pour le cours EUR / CHF.

**USD/CHF**

La Fed reste fidèle à sa ligne stricte en matière de lutte contre l'inflation. C'est ce qu'a confirmé son président Jerome Powell lors de la réunion annuelle des banquiers centraux à Jackson Hole. Partant, le dollar américain a progressé de 2% par rapport au franc suisse en août. Mais le «billet vert» devrait avoir largement épuisé son potentiel haussier. A moyen terme, le problème de la dette publique reviendra sans doute sur le devant de la scène aux USA. A notre avis, ce sont ces raisons notamment ainsi que la baisse de l'inflation en Suisse qui plaident en faveur d'un franc légèrement plus fort.

**EUR/USD**

L'euro a creusé son écart par rapport au USD. En août, il était même parfois inférieur à la parité. Depuis le début de l'année, il a perdu plus de 12% de sa valeur par rapport au «billet vert». Outre le contexte de marché incertain, l'écart de taux d'intérêt qui ne cesse de se creuser par rapport aux USA donne du fil à retordre à la monnaie commune européenne. A notre avis, cette pression risque de se prolonger. S'agissant de la récession cependant, beaucoup d'éléments négatifs sont déjà intégrés au cours EUR / USD. Par conséquent, nous voyons désormais l'euro à USD 0.98 sur trois mois et à USD 0.99 sur douze mois.

**GBP/CHF**

A ce jour, la BoE n'a pas réussi à briser la pression inflationniste au Royaume-Uni (juillet: +10,1%). Dans le même temps, l'économie menace de sombrer dans la récession: le PIB s'est contracté de 0,1% au deuxième trimestre. Ainsi, la livre sterling a continué de perdre du terrain par rapport au franc suisse, le mois dernier. Cependant, la BoE continuera probablement de serrer la vis des taux, et le marché s'attend donc à un taux directeur de plus de 3% d'ici à la fin de l'année. La différence d'intérêt qui se creuse par rapport au franc suisse devrait donner un peu d'élan à la livre sterling. Nous prévoyons une légère progression de la paire de devises GBP / CHF sur l'année.

**JPY/CHF\***

L'inflation au Japon a été supérieure à l'objectif de 2% que la Bank of Japan (BoJ) s'était fixé pour le quatrième mois consécutif (juillet: +2,6%). Néanmoins, il est peu probable que les autorités monétaires abandonnent de sitôt leur politique de taux ultra-bas. En effet, elles sont convaincues que la récente hausse de l'inflation n'est que temporaire et qu'un assouplissement de la politique monétaire est encore nécessaire pour soutenir l'économie du pays. Cependant, le désavantage en matière de taux par rapport à l'étranger devrait désormais être intégré dans le taux de change JPY / CHF. Sur ce, le yen japonais s'est stabilisé autour de CHF 0.70 en août. Nous maintenons nos prévisions.

\* multiplié par 100

Sources: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research, Raiffeisen CIO Office

## 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	0.5
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	2.5
Zone euro	1.2	0.3	2.6	8.0	4.5
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	0.75	0.75	1.50
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	2.25-2.50	3.25-3.50	3.25-3.50
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	0.88	1.10	1.00
EUR (Germany)	-0.57	-0.18	1.58	1.60	1.50
USD	0.91	1.51	3.23	3.20	3.00
JPY	0.02	0.07	0.26	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	0.94	0.93
USD/CHF	0.89	0.91	0.98	0.96	0.94
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.68	0.72	0.74
EUR/USD	1.22	1.14	1.00	0.98	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.12	1.18	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	52	78	89	105	95
Or (USD/once)	1898	1829	1716	1850	1950

\*08.09.2022

## 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>2.5</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.