

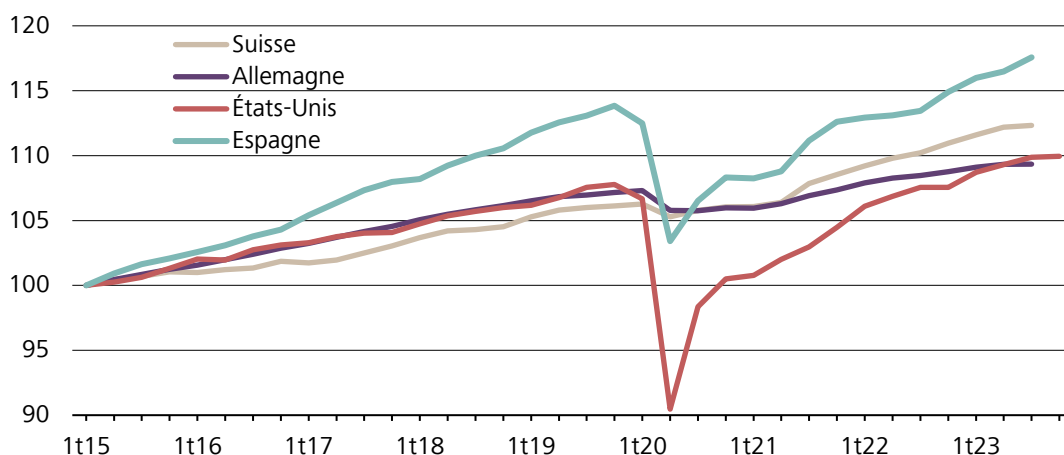
Check conjoncturel

Le durcissement massif de la politique monétaire n'a pas mis l'économie à genoux. Même la zone euro, particulièrement impactée par la crise énergétique, a réussi de justesse à échapper à une récession au deuxième semestre. Aux États-Unis, les conditions de financement plus avantageuses au vu des baisses attendues des taux d'intérêt ont même déjà en partie entraîné une dynamique positive. Cela s'oppose à un besoin urgent et puissant de baisse des taux. La tendance désinflationniste persistante rapproche cependant toujours plus les banques centrales d'un revirement dans la politique des taux. Pendant ce temps, la force persistante du franc en termes réels pourrait accélérer le processus en Suisse.



GRAPHIQUE DU MOIS: EMPLOI RECORD

Évolution de l'emploi, indice (1t15=100)



Source: SECO, Eurostat, BLS, Raiffeisen Economic Research

L'économie américaine poursuit allègrement sa croissance. Malgré de puissants vents contraires, la zone euro a jusqu'ici réussi à éviter une récession. Et l'économie suisse arrive à maintenir une expansion modérée. Dans ce contexte, les marchés du travail se sont montrés partout remarquablement robustes jusqu'à peu. La croissance de l'emploi a certes fortement ralenti dans la plupart des pays après le boom des embauches enregistré lors de la reprise post-pandémie. Et, ces derniers mois, le chômage est quelque peu remonté du bas niveau qu'il avait atteint dans les pays où la population active croît encore sensiblement, sous la poussée de la démographie et de l'immigration. C'est aussi vrai pour la Suisse. Cependant, on n'envisage nulle part de licencier à grande échelle. Même l'industrie manufacturière, qui pâtit de l'essoufflement de la demande mondiale, ne prévoit qu'une réduction limitée d'effectifs. En revanche, les entreprises du secteur des services restent désireuses d'engager du personnel supplémentaire. En Europe, l'Espagne tire son

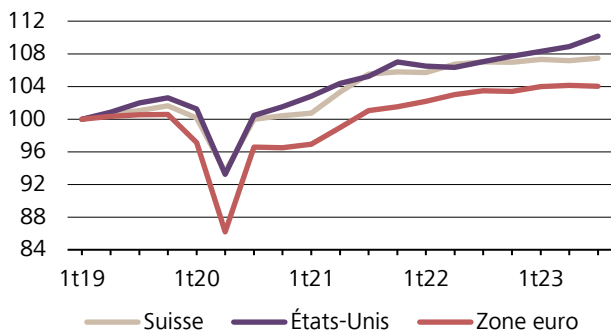
épingle du jeu. Après une année record dans le tourisme, elle aussi devrait voir son rythme de progression quelque peu ralentir. Les entreprises restent toutefois comparativement plus confiantes et l'évolution de l'emploi y est plus dynamique. Par conséquent, la tendance au rattrapage d'avant la pandémie se poursuit. Grâce à la forte croissance de l'emploi durant les trois dernières années, la Suisse a aussi retrouvé une robuste tendance à long terme. L'Allemagne accuse quant à elle une légère baisse. Mais l'emploi a là aussi continué de progresser modérément et a atteint un nouveau niveau record à la fin de l'année. En règle générale, le marché de l'emploi réagit à un refroidissement conjoncturel avec retard. Cela signifie que plus la phase de faiblesse actuelle sera longue, plus on devrait en fin de compte ressentir les effets négatifs sur l'emploi. Cependant, à moins d'une nouvelle intensification du ralentissement, les chances de limiter les dégâts ne sont actuellement pas du tout mauvaises.

Conjoncture



ÉVOLUTION DU PIB

Indice (1t19=100), réel

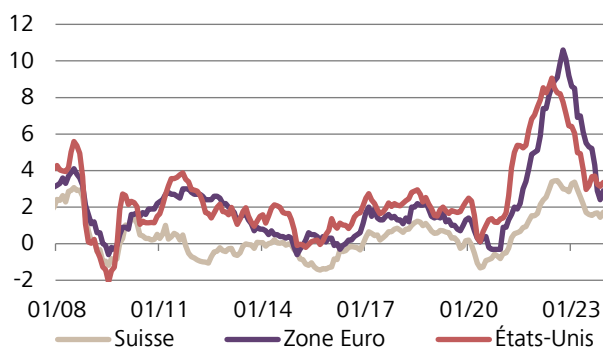


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente

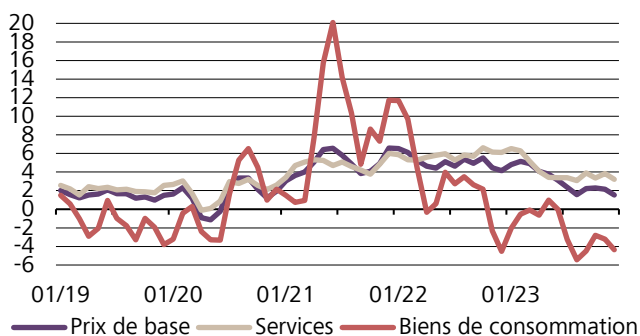


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



PRIX AMÉRICAINS

Variation mensuelle annualisée en %, lissée



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

L'économie américaine n'atterrit pas encore

A la suite des hausses massives des taux d'intérêt pratiquées par la Fed, on s'attendait en fait à ce que l'économie des Etats-Unis entre en récession l'année dernière. Or l'attente a été vaine jusqu'ici. Dopée par une consommation privée d'une solidité à toute épreuve, la conjoncture s'est montrée extrêmement résistante. En 2023, le PIB a enregistré en moyenne annuelle une vigoureuse augmentation de 2,5%. Au tournant de l'année, des signes toujours plus nombreux annonçaient certes un ralentissement de la conjoncture. Cependant, rien ne signale jusqu'ici un atterrissage cahoteux voire un crash. Entre-temps, le marché du travail n'est plus aussi tendu. La croissance des emplois reste toutefois supérieure à la moyenne. Et les salaires réels, à nouveau en hausse du fait du fort recul de l'inflation, soutiennent le pouvoir d'achat des ménages privés.

L'Europe proche de la récession

En Europe, cela tourne moins rond. Au dernier trimestre 2023, le PIB de la zone euro a stagné, frôlant de justesse une récession technique, avec deux trimestres négatifs d'affilée. Au cours de l'année dernière, la croissance du PIB a dans l'ensemble ralenti, passant de 3,4% à un maigre 0,5%. Alors que les pays du sud de l'Europe ont encore réussi à tirer leur épingle du jeu, les deux plus grandes économies que sont la France et l'Allemagne se sont affaiblies, sans signe d'une réaccélération possible dans un proche avenir. La tendance en début d'année continue d'être orientée vers le bas, en particulier dans l'industrie. Il en va de même pour la Suisse. Dans l'industrie manufacturière, les entreprises communiquent un taux d'utilisation des capacités toujours aussi bas en raison de la faiblesse de la demande en provenance de l'étranger. La demande intérieure en revanche se défend mieux malgré des salaires réels qui stagnent. Le secteur de l'hôtellerie et de la restauration suisse se montre plus confiant au début de l'année et la saison d'hiver dans les régions touristiques a très bien commencé.

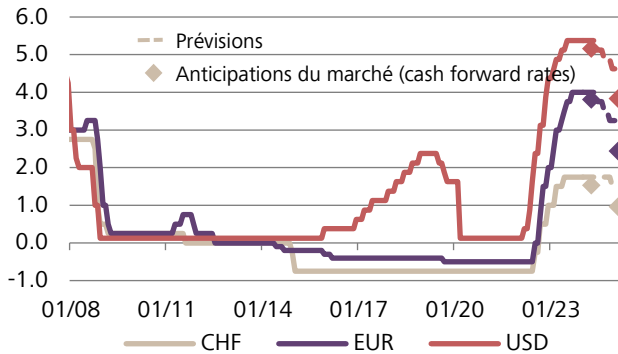
Tendance désinflationniste intacte, mais plus lente

Au passage à la nouvelle année, le processus de désinflation s'est poursuivi aux Etats-Unis et en Europe. La mesure d'inflation préférée de la Fed, l'indice des prix de base de la consommation des particuliers (PCE-Core), a même présenté récemment une dynamique mensuelle moyenne inférieure à l'objectif fixé en matière d'inflation – grâce à l'apaisement dans les prix des marchandises. En revanche, de nombreux prix de services présentent une tendance plus tenace à la hausse, conjuguée à une hausse accrue des salaires. Il en va de même pour la zone euro où l'inflation des prestations de service est restée à 4,0% en début d'année pour le troisième mois consécutif. Pendant ce temps, en Suisse, les augmentations des prix administrés, surtout pour l'électricité et les loyers, ont freiné un nouveau recul du taux d'inflation. Nonobstant cela, les attentes des entreprises suisses relatives aux prix présentent cependant un tableau nettement plus détendu que dans les pays voisins.

Taux d'intérêt



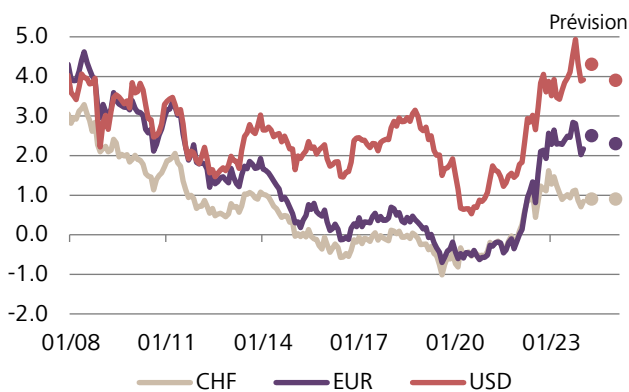
TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



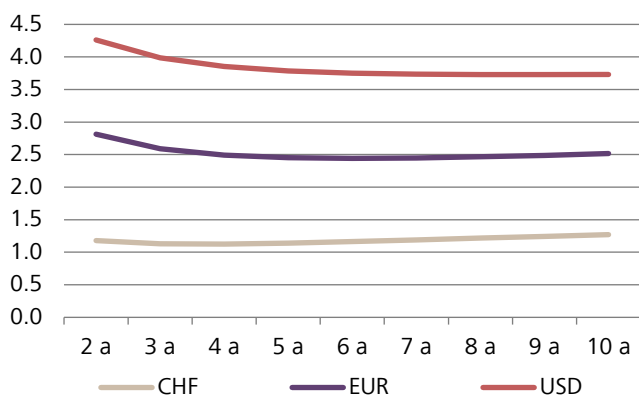
EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ÉTAT: 08.02.2024), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

La Fed pas encore suffisamment confiante

En janvier, la banque centrale américaine a laissé ses taux directeurs inchangés pour la quatrième fois consécutive. Elle est de plus en plus convaincue d'avoir atteint l'objectif fixé en matière d'inflation, même sans aggravation du refroidissement conjoncturel. Vu que le niveau actuel des taux est nettement restrictif, des baisses de taux sont donc indiquées cette année selon les estimations du président de la Fed Jerome Powell. Le comité Open Market (FOMC) veut toutefois être encore plus certain que l'inflation reste effectivement sur sa trajectoire, même en présence d'un marché du travail toujours aussi robuste. C'est pourquoi une première baisse des taux déjà en mars n'est pas un scénario de base pour Jerome Powell. Cependant, la Fed ne devrait pas non plus attendre beaucoup plus longtemps avant de se lancer au moins dans un assouplissement prudent.

La BCE est dépendante des données

Pour la BCE, il était encore trop tôt à la réunion de janvier pour discuter de baisses des taux. Le processus de désinflation était en bonne voie. Cependant, l'augmentation de la croissance des salaires maintient à un niveau élevé la pression intérieure sur les prix. C'est pourquoi, la BCE attend que les premiers signes d'une moindre pression sur les prix soient confirmés avant de baisser les taux. Cela devrait être suffisamment démontré d'ici à l'été.

Christine Lagarde a cependant souligné que la politique monétaire ne dépendait finalement pas du calendrier mais des données. Des indications plus claires et plus précoces d'une détente durable des prix n'excluent ainsi pas une première mesure sur les taux en avril.

La BNS observe le franc avec attention

La BNS n'effectuera sa prochaine appréciation trimestrielle de la situation qu'en mars. En décembre, le niveau des taux était jugé approprié. La prévision d'inflation à moyen terme a ainsi été abaissée à 1,6%, sensiblement au-dessous de la marge supérieure de la fourchette de 0% à 2% de la BNS. Du fait notamment que les augmentations des prix administrés devaient maintenir l'inflation cette année à un niveau proche de 2%, il est encore trop tôt, selon les estimations de la BNS, pour envisager déjà des baisses des taux.

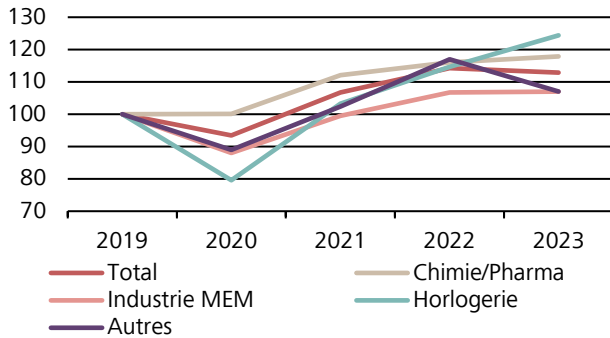
Compte tenu du niveau modéré du taux directeur à 1,75%, la BNS ne voit actuellement pas la moindre nécessité d'abaisser le taux directeur cette année en comparaison des autres banques centrales. La force persistante du franc pourrait toutefois aussi faire réagir la BNS plus tôt. En flirtant avec la barre de 0,93, le cours EUR/CHF marque une sensible appréciation en termes réels. Selon le président de la BNS, cela fait souffrir les entreprises et pèse sur l'inflation suisse. Une autre analyse du caractère approprié de la politique monétaire pourrait donc être nécessaire. Selon les données du bilan de la BNS, les ventes de devises ont en tout cas été arrêtées avant la fin de l'année.

Branches suisses



COMM EXPORTATIONS ERCE DE DÉTAIL

Indexé, 2019 = 100



Source: ODFP, Raiffeisen Economic Research

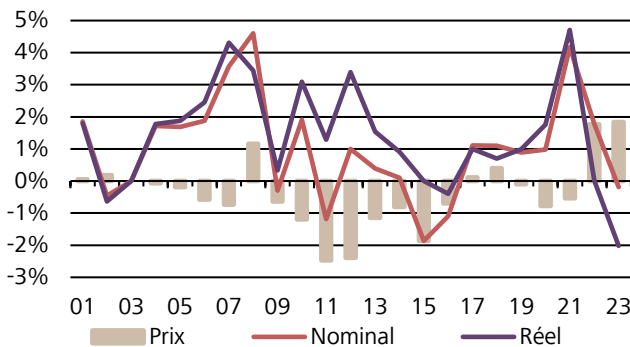
Les exportations en baisse en 2023

En 2023, les exportations suisses ont légèrement diminué après deux années de forte croissance (-1,2%). La branche horlogerie et l'industrie chimique et pharmaceutique ont certes atteint un nouveau record. La plupart des autres branches ont cependant enregistré un résultat en nette baisse. L'industrie des machines, des équipements électriques et des métaux (MEM), numéro deux des branches exportatrices suisses, a aussi dû accuser un recul (-2,8%). Dans les autres branches, qui représentent 20% environ des exportations, le repli a été encore plus important (-8,5%). Cela gomme déjà la moitié de la forte hausse des exportations en cours depuis 2020, exactement comme dans l'industrie MEM. Au quatrième trimestre, les exportations n'ont certes pas poursuivi leur baisse. Toutefois, les perspectives sont plutôt orientées vers le bas en raison de la mauvaise situation conjoncturelle en Europe.



COMMERCE DE DÉTAIL

Chiffre d'affaires et prix par rapport à l'année précédente



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

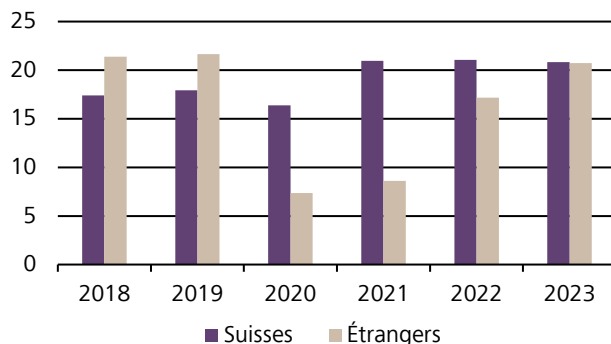
Moins de chiffre d'affaires pour le commerce de détail

En 2023, le commerce de détail a aussi perdu de la vigueur. Pour la première fois depuis 2016, le chiffre d'affaires de la branche a diminué. Si la perte a été modérée, le recul s'étendait sur un large front. Seuls le domaine des denrées alimentaires et la branche de l'électronique domestique ont encore enregistré un résultat positif. Et sans les augmentations des prix, le chiffre d'affaires aurait sensiblement diminué, vu que le volume des ventes a été de 2% inférieur à celui de l'année précédente. Dans le segment non alimentaire, contrairement au domaine des denrées alimentaires, le chiffre d'affaires en termes réels est resté supérieur au niveau hypothétique qui aurait été atteint avec la tendance d'avant la pandémie et sans le coronavirus. A la fin de l'année, les ventes ont cependant continué de connaître une faible progression et les commerçants ont de plus en plus de difficultés à compenser la baisse en augmentant les prix.



NUITÉES

Selon l'origine des hôtes, en mio



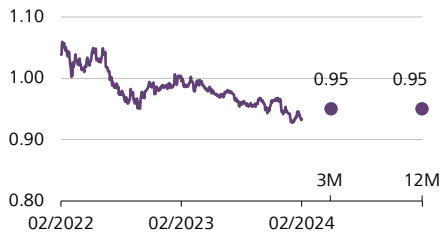
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

L'environnement du marché pour le commerce de détail reste difficile à cause de la stagnation des salaires réels. Les perspectives en ce qui concerne la consommation de services sont il est vrai à nouveau orientées vers le bas. Toutefois, la demande s'affirme mieux dans ce domaine comme le montre l'évolution de la saison d'hiver dans les régions touristiques jusqu'ici. Après les résultats particulièrement bons de l'hiver dernier, on s'attend en fait plutôt à un léger recul des chiffres des hôtes suisses, comme déjà l'été dernier. Cependant, le nombre de nuitées a atteint un niveau record en novembre et en décembre, tant du côté des Suisses que des étrangers. Sur l'ensemble de l'année dernière, le tourisme intérieur n'a ainsi perdu que quelques plumes (-1%), alors que le nombre de touristes étrangers a augmenté massivement (+21%), mais sans encore retrouver le niveau d'avant la pandémie.

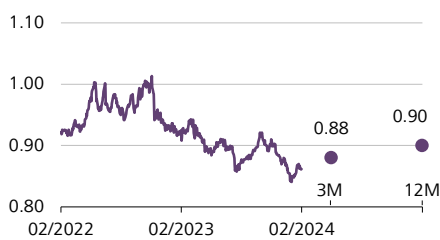
DEVISES



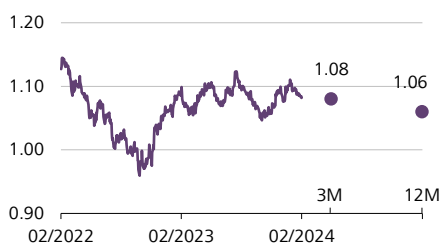
PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

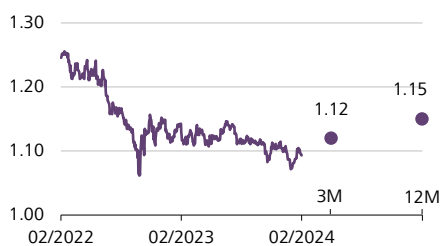
En janvier, la paire de devises EUR / CHF a évolué dans une fourchette de prix comprise entre 0,9270 et 0,9473. A la fin du mois, la monnaie unique a enregistré une hausse de 0,3%. La grande fluctuation des cours que l'on observe à l'heure actuelle est principalement due au fait que les acteurs du marché s'attendent à ce que la Banque centrale européenne (BCE) procède prochainement à une baisse rapide de ses taux d'intérêt. De plus, l'affaiblissement de l'économie pèse sur l'euro en raison de son caractère cyclique, mais à notre avis, les prix exprimés en la monnaie unique européenne intègrent déjà bon nombre de facteurs négatifs et nous tablons donc sur un euro plus élevé d'ici à 12 mois, à 0,95 franc.

**USD/CHF**

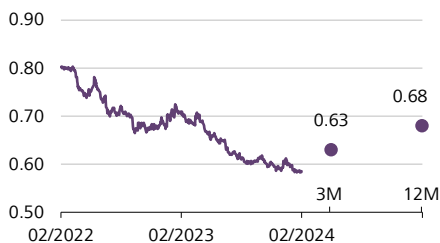
Contrairement au marché, nous ne nous attendons pas à ce que la Réserve fédérale américaine opère une première baisse de ses taux avant l'été. La BNS devrait même maintenir le niveau actuel des taux jusqu'à l'automne ce qui plaiderait en faveur d'un franc plus fort. Toutefois, le cours USD/CHF est passé sous son seuil plancher à la fin de l'année dernière. De plus, le «billet vert» est soutenu par la robustesse de la conjoncture américaine. En effet, le PIB a connu une croissance étonnamment forte de 3,3% au quatrième trimestre 2023. Par conséquent, le dollar américain s'est apprécié de 2,4% par rapport au franc le mois dernier. A moyen terme, nous prévoyons une poursuite de la hausse en direction de 0,90.

**EUR/USD**

Après son ascension d'avant Noël, l'euro a perdu près de 2,0% de sa valeur face au «billet vert» en janvier et est repassé sous la barre des 1,09 dollar américain. Le ralentissement de la dynamique conjoncturelle en Europe fait souffler un vent adverse sur la monnaie unique. De l'autre côté de l'Atlantique, celle-ci continue en revanche d'être soutenue par la robustesse du marché de l'emploi et le moral des Américains, qui ne faiblit pas. Dans ce contexte, la BCE devrait commencer à abaisser ses taux directeurs avant la Réserve fédérale américaine (Fed). Nous prévoyons un taux de change EUR / USD légèrement plus bas sur l'année.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne, qui s'élevait récemment à 4%, est toujours deux fois plus élevée que le taux cible de la Banque d'Angleterre (BoE). Dans ce contexte, une baisse prochaine des taux d'intérêt est peu probable. Les vents adverses de la politique monétaire continuent donc de souffler sur l'économie. Les conséquences du Brexit s'avèrent être un facteur de stress supplémentaire. Après un affaiblissement exagéré de la livre en décembre, un mouvement (technique) inverse s'est produit au fil de la nouvelle année. Avec un peu plus de 1,09 franc, la valeur britannique est toutefois encore trop bon marché selon nous. Notre prévision à 12 mois reste donc inchangée à 1,15 franc.

**JPY/CHF***

Malgré l'augmentation de l'inflation, la Banque du Japon (BoJ) n'a récemment pas touché aux objectifs de -0,1% pour les taux d'intérêt à court terme et de 0,0% pour le rendement des obligations d'Etat à dix ans. La politique monétaire ultra-accommodante stimule certes l'économie, mais elle exige son tribut du côté des devises. Depuis le début de l'année, le yen japonais a perdu de 1.8% de sa valeur face au franc suisse. À plus ou moins long terme, la BoJ ne pourra pas éviter de relever ses taux d'intérêt. De plus, le changement de taux d'intérêt des autres banques centrales, prévu pour le deuxième semestre 2024, devrait permettre de détendre le cours du JPY / CHF.

* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-2.1	5.4	2.6	1.0	0.8
Zone euro	-6.8	5.2	3.4	0.5	-0.1
Etats-Unis	-2.2	5.8	1.9	2.2	1.2
Chine	2.3	8.1	3.0	5.0	4.5
Japon	-4.3	2.4	1.1	1.7	1.0
Global (PPP)	-2.8	6.3	3.5	2.8	2.3

Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-0.7	0.6	2.8	2.1	1.5
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	0.5	1.5
Japon	0.0	-0.3	2.5	3.1	2.0



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (Fin d'année en %)*

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	1.00	1.75	1.75	1.50
EUR	-0.50	2.00	4.00	4.00	3.25
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.50-4.75
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	0.90	0.90	0.90
EUR (Allemagne)	-0.18	2.57	2.33	2.50	2.30
USD	1.51	3.87	4.11	4.30	3.90
JPY	0.07	0.41	0.71	0.80	0.90

Cours de change (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.**	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.94	0.95	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.87	0.88	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.59	0.63	0.68
EUR/USD	1.14	1.07	1.08	1.08	1.06
GBP/CHF	1.23	1.12	1.10	1.12	1.15

Matières premières (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.**	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	78	86	80	85	80
Or (USD/once)	1829	1824	2034	2070	2150

* taux directeur respectivement pertinent pour les taux du marché monétaire (taux des dépôts de la BNS, taux des dépôts de la BCE, corridor pour le taux cible des fonds fédéraux), **08.02.2024

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2019	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
PIB, réel, évolution en %	1.2	-2.1	5.4	2.6	1.0	0.8
Consommation des ménages	1.2	-3.4	1.8	4.2	2.1	0.7
Consommation publique	0.8	3.8	3.3	-0.8	0.6	0.2
Dépenses de biens d'équipement	1.8	-1.5	5.9	4.6	-0.9	0.0
Investissements dans le bâtiment	-0.9	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.4
Exportations	1.6	-5.1	12.5	4.6	5.0	3.8
Importations	2.8	-6.0	5.9	5.9	6.2	2.0
Taux de chômage en %	2.3	3.2	3.0	2.2	2.0	2.3
Inflation en %	0.4	-0.7	0.6	2.8	2.1	1.5

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zürich
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/publikationen

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.