

## Pas de détente pour le franc

Si la signature de l'accord partiel de «phase 1» entre les Etats-Unis et la Chine n'a pas fait disparaître les risques baissiers de l'économie mondiale, la trêve ainsi instaurée apporte une certaine détente. Le moral dans l'industrie continue de s'améliorer en conséquence. Une nouvelle baisse des taux d'intérêt n'est plus à l'ordre du jour tant pour la Réserve fédérale des Etats-Unis que pour la Banque centrale européenne.

Vous trouverez ci-après davantage de détails en format compact sur notre évaluation de la conjoncture et des taux d'intérêt comprenant également un gros plan sectoriel, cette fois sur l'industrie horlogère suisse, ainsi que les prévisions de Raiffeisen.

### Graphique du mois: le franc à nouveau sous pression

Cours du change EUR/CHF

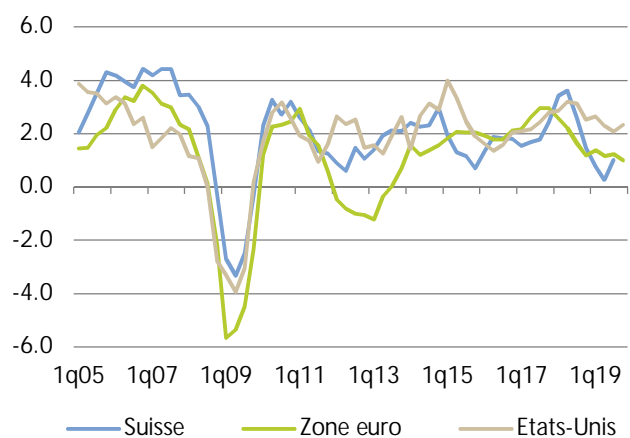


Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

En revanche, au début de l'année, de nouvelles velléités de baisse des taux sont apparues du côté de la Banque nationale suisse, la pression à la hausse sur le franc ayant à nouveau augmenté. Le cours EUR/CHF est tombé à son plus bas niveau depuis avril 2017. Selon la BNS, une baisse des taux d'intérêt diminuerait l'attractivité du franc. Toutefois, à l'instar des autres banques d'émission européennes, la BNS est de plus en plus préoccupée par les effets secondaires de taux d'intérêt négatifs «durables» et encore plus bas. Les achats de devises devraient par conséquent rester la première ligne de défense de la BNS. Mais, là aussi, la BNS semble faire preuve de davantage de retenue que l'année dernière encore quand elle était déjà intervenue avec quelques milliards au moment où le cours du change passait la barre de 1,08. Depuis lors, on tolère manifestement un franc plus fort, ce qui est peut-être à attribuer à la menace brandie par les Etats-Unis de mise à l'index en tant que manipulateur de monnaie en cas d'interventions continues.

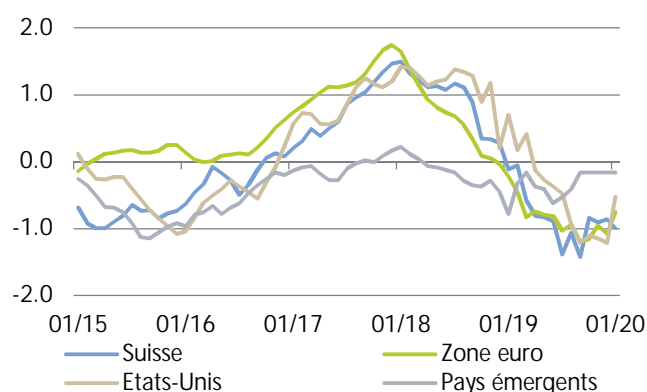
# Conjoncture

PIB, réel, en % par rapport à l'année précédente



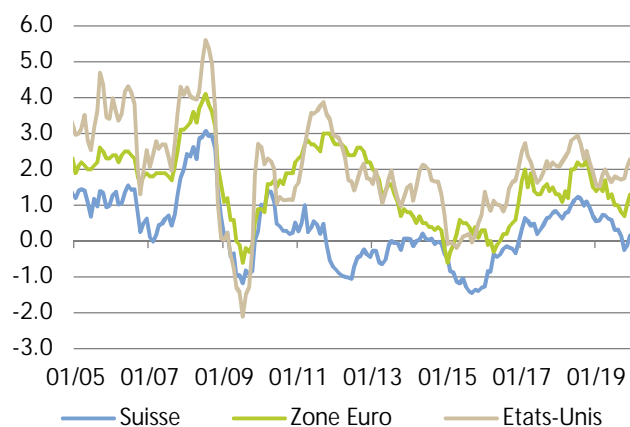
Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Indices des directeurs d'achat (PMI) Standardisé (0 = moyenne à long terme)



Source: Markit, Raiffeisen Economic Research

Prix à la consommation, en % p. rap. à l'année préc.



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

L'accord commercial apporte un certain apaisement

Au cours de l'année dernière, le commerce international a sensiblement ralenti sous l'effet de la politique commerciale agressive et imprévisible des Etats-Unis. Cependant, la signature d'un premier accord partiel entre les Etats-Unis et la Chine a au moins apporté un peu d'apaisement en début d'année. Des enjeux commerciaux décisifs ont certes été mis entre parenthèses et le risque subsiste qu'ils explosent à l'avenir. Cependant, la trêve instaurée rend moins vraisemblable une nouvelle escalade avant l'élection présidentielle américaine.

S'ils n'ont pas disparu, les risques baissiers conjoncturels ont sensiblement diminué. Les perspectives pour les entreprises industrielles en souffrance ont continué de se stabiliser en début d'année tant aux Etats-Unis qu'en Europe. En Allemagne en particulier, les entreprises industrielles s'attendent même à une légère hausse de la production. Il y a des chances que la récession industrielle marque un arrêt sans rejallir sur le robuste secteur des services.

L'économie suisse face au vent contraire du franc

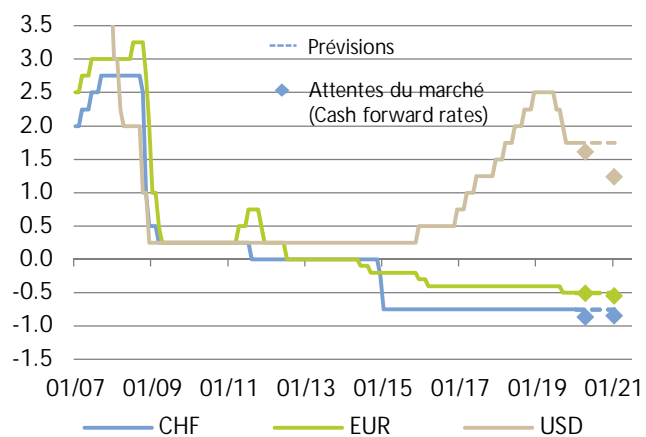
A l'exception du secteur pharmaceutique tout puissant, les exportations suisses ont aussi fortement reculé jusqu'à la fin de l'année. Toutefois, les signaux de plus en plus nombreux d'une stabilisation conjoncturelle dans les pays voisins devraient avoir un effet de soutien sur les perspectives de chiffres d'affaires des entreprises industrielles suisses. Il souffle en revanche un vent contraire dû au raffermissement du franc, ce qui renforce à nouveau l'attractivité du tourisme d'achat. Il ne faut par conséquent toujours pas s'attendre à une accélération marquée de la dynamique conjoncturelle.

L'inflation oscille autour de zéro

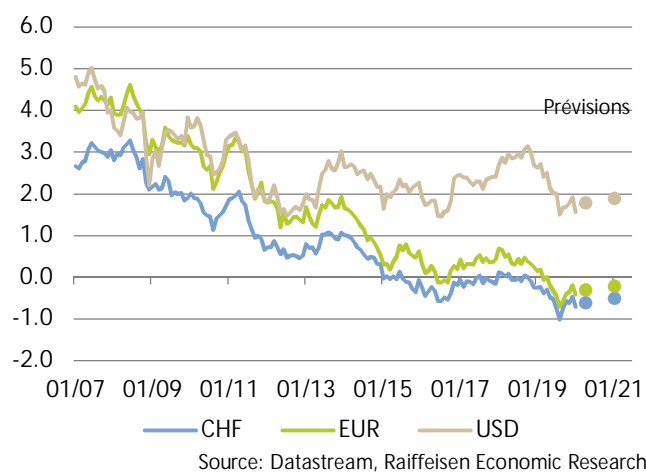
Pendant ce temps, la pression sous-jacente sur les prix reste ralentie au niveau mondial. Aux Etats-Unis, nonobstant le bas niveau de chômage et les multiples taxes douanières, il n'y a pas de signe de poussée inflationniste. Dans la zone euro, on n'observe qu'une hausse très contenue de la dynamique des prix. Et en Suisse, le taux annuel global oscille à nouveau autour de la barre du zéro du fait de la persistance du franc fort. De plus, une nouvelle baisse du taux hypothécaire de référence à partir de mars devrait encore plus modérer les prix.

# Taux d'intérêt

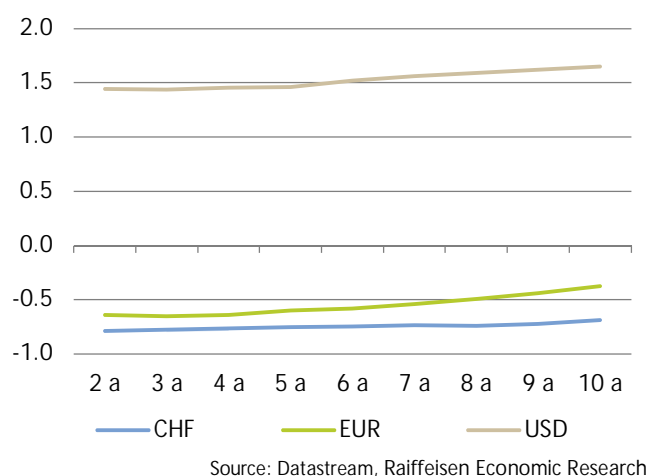
Taux directeurs, en %



Obligations d'Etat à 10 ans, en %



Courbe des taux (état: 06.02.20)



La BNS fait preuve d'encore plus de retenue  
La Banque nationale suisse continue de penser que les taux négatifs sont inévitables dans le contexte actuel. Bien que les perspectives conjoncturelles globales se soient récemment un peu améliorées et que du côté de la BCE on ne s'attende plus à une nouvelle baisse des taux d'intérêt, le franc est de nouveau exposé à une pression haussière depuis le début de l'année.

Il n'est donc pas exclu que la BNS réduise à nouveau les taux d'intérêt mais toujours en dernier recours. La première ligne de défense devrait rester l'achat de devises. Au vu notamment de la menace qui plane d'être taxé de manipulateur de monnaie par les Etats-Unis si les interventions se poursuivent, la Banque nationale suisse semble entre-temps marquer une plus grande retenue et tolère par conséquent un niveau EUR/CHF inférieur à celui encore enregistré l'année dernière.

Pour la BCE, les taux d'intérêt sont actuellement parfaitement adaptés  
Au début de l'année, la Banque centrale européenne estime que les risques baissiers sont moins marqués et entend laisser son dernier paquet important de mesures produire ses effets. Elle tient actuellement le niveau des taux d'intérêt pour parfaitement adapté.

En outre, la plupart des membres du conseil de la BCE se montrent entre-temps préoccupés par les possibles effets secondaires de taux négatifs «durables». Cependant, on ne voit pour l'heure pas encore de signes manifestes d'un renoncement à l'expérience des taux négatifs dans un proche avenir. Les prévisions de taux à long terme en Europe restent ainsi à un bas niveau.

La Fed juge la conjoncture en bonne santé  
Après avoir procédé à trois baisses des taux par mesure de précaution, la banque d'émission américaine se trouve aussi en mode d'observation. La priorité des responsables de la banque demeure le maintien de la reprise. Les obstacles à un retour des baisses des taux d'intérêt demeurent par conséquent nombreux. Vu que la conjoncture est en même temps toujours jugée en bonne santé, des baisses supplémentaires ne sont d'autre part pas à l'ordre du jour. Dans l'ensemble, nous ne voyons pas non plus de percée vers le haut des prévisions de taux à long terme aux Etats-Unis.

# Branches suisses – Gros plan sur l'industrie horlogère

En 2019, l'industrie horlogère suisse a enregistré une croissance des exportations de 2,4%. Le chiffre d'affaires a augmenté dans tous les marchés importants, y compris en Asie où, en plus du ralentissement de la dynamique conjoncturelle, la demande pour les montres a aussi été freinée par l'instabilité politique à Hong-Kong. Le chiffre d'affaires à l'exportation s'est monté à 21,7 milliards de francs, deuxième meilleur résultat depuis l'année record de 2014.

Contrairement au chiffre d'affaires obtenu, le nombre de montres exportées a cependant subi à nouveau un repli important. L'année dernière, à peine 20,6 millions de montres ont encore été vendues à l'étranger, plus de trois millions de moins qu'en 2018, soit une baisse de 13%. Le recul touche surtout les garde-temps du segment des prix le plus bas (voir graphique). Si les montres coûtant moins de 200 francs ne représentent pour l'industrie horlogère suisse que 5% de son chiffre d'affaires, elles constituent 60% des pièces exportées. Rien qu'en 2019, la quantité exportée de ces montres s'est réduite de 20%, d'où une diminution du nombre de pièces de 40% depuis 2012.

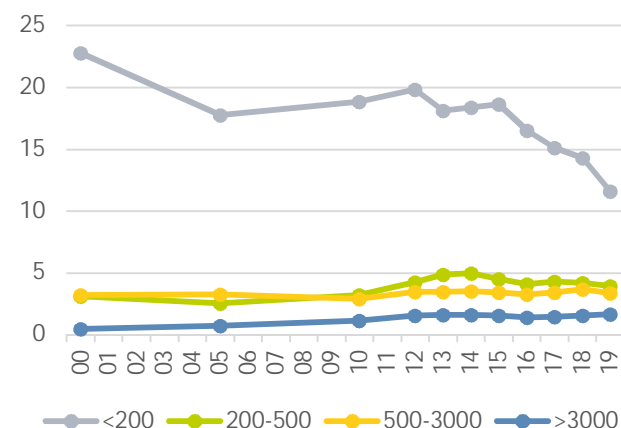
Toujours plus de différences entre les segments  
 Dans les segments de prix moyens, les chiffres des ventes ont aussi baissé quoique moins fortement. Ce n'est que dans le segment des montres coûtant plus de 3 000 francs que le nombre de pièces exportées a continué d'augmenter. Le marché du luxe croît d'année en année, avec une demande de montres mécaniques de valeur en hausse en particulier en Asie. Dans ce segment, la Suisse tire parti de sa position dominante sur le marché. Pour les montres de

prix, la sensibilité aux taux de change des exportations est en outre relativement faible. Et vu que quelque 70% des revenus proviennent du segment de luxe, les chances d'une croissance persistante du chiffre d'affaires dans l'industrie horlogère suisse demeure intactes. Dans le segment des prix les plus bas en revanche, les perspectives de croissance demeurent mauvaises. La concurrence de fournisseurs étrangers est ici beaucoup plus grande que dans le segment du luxe et, avec la marche victorieuse des montres Swatch, la concurrence s'est encore aggravée. En 2019, le géant technologique américain Apple a vendu pour la première fois plus de montres que l'ensemble de la branche suisse. Pour les fabricants suisses de montres bon marché avec une part élevée d'importations, la sévérité accrue des règles d'origine constitue aussi un défi. En effet, depuis 2017, 60% du prix de revient du produit doivent être réalisés en Suisse pour obtenir le label «Swiss made».

## Recul de l'emploi dans la production

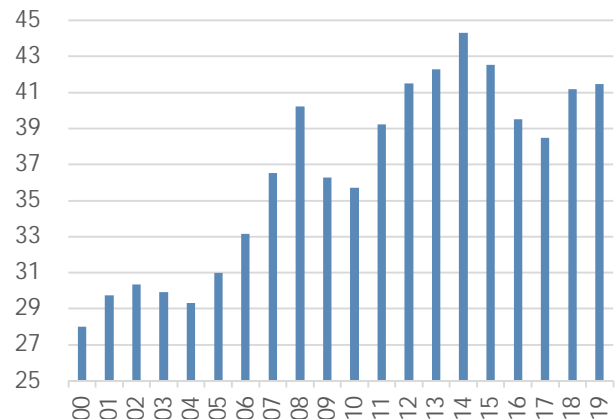
En 2019, le nombre de postes à temps plein et partiel avec une activité de production chez les horlogers et fournisseurs suisses était inférieur de 3 000 par rapport à 2014 (-6%). Un grand nombre des quelque 40 000 postes ne sont pas menacés vu que l'entier du processus de fabrication des montres mécaniques de prix est en grande partie manuel et représente parfois des centaines d'heures de travail. En raison de la baisse de la demande dans le segment des prix les plus avantageux, un nouveau recul de l'emploi, avec plus d'un tiers des postes occupés par des frontaliers, est cependant inévitable.

Exportations horlogères par segment de prix en millions de pièces, prix en CHF



Source: Fédér. de l'industrie horlogère CH, Raiffeisen Economic Research

Salariés dans la production horlogère en milliers (temps plein et partiel)

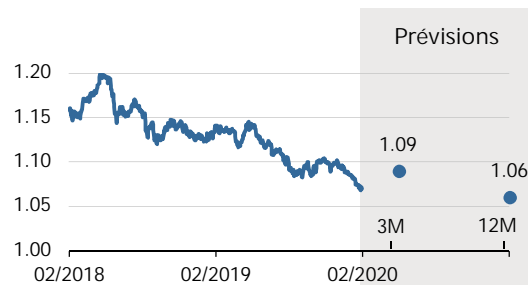


Source: CPIH, Raiffeisen Economic Research

# Devises

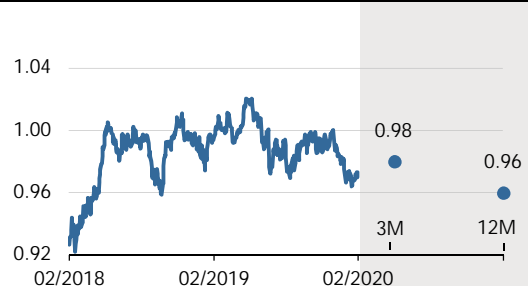
## EUR/CHF

Depuis l'escalade avec l'Iran, l'EUR/CHF est de nouveau sous pression. La décision du Trésor américain de placer de nouveau la Suisse sur la liste d'observation des possibles manipulateurs de monnaie a aussi contribué à la force du franc. La décision pourrait bien limiter la marge de manœuvre de la Banque nationale suisse (BNS) pour intervenir sur le marché des devises. Il ne faut cependant toujours pas s'attendre à un soulagement du côté de la Banque centrale européenne (BCE), car elle maintient sa politique monétaire ultra-expansive. Par conséquent, le franc suisse devrait conserver sa vigueur encore cette année. Pour les douze prochains mois, le cours EUR/CHF devrait rester autour de 1,06 CHF.



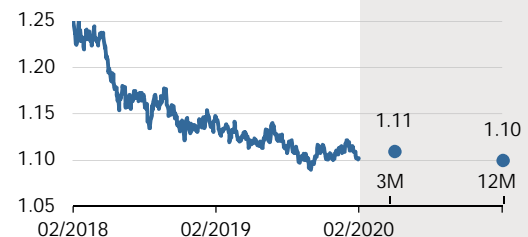
## USD/CHF

A sa session de janvier, la Réserve fédérale américaine a maintenu la marge de fluctuation pour le taux directeur autour de 1,5%-1,75%. Après les trois baisses de taux opérées en 2019 par mesure de précaution, les obstacles à une nouvelle réduction des taux sont nombreux. Le risque de récession est faible. D'autre part, une hausse des taux est toutefois elle aussi improbable car il faudrait pour cela non seulement une accélération de la conjoncture mais aussi une hausse durable de l'inflation. Nous ne nous attendons par conséquent pas à des changements importants dans les prévisions de taux à long terme. C'est pourquoi nous maintenons les prévisions pour le cours USD/CHF juste au-dessous de la parité à 3 mois et autour de 0,96 pour l'année.



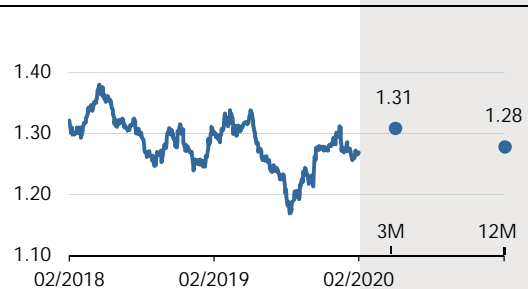
## EUR/USD

Les risques baissiers pour l'économie mondiale et pour l'industrie européenne ont quelque peu diminué. Une nouvelle baisse des taux par la BCE continue par conséquent de ne plus être anticipée sur les marchés des opérations à terme. En même temps, aucune normalisation de la politique monétaire très expansive ne se profile, vu que la dynamique conjoncturelle et l'inflation progressent de manière au plus modérée. L'impulsion nécessaire pour une hausse plus forte de l'euro devrait par conséquent aussi être absente en 2020, et nous nous attendons donc à un mouvement latéral du cours EUR/USD sur une perspective annuelle.



## GBP/CHF

Depuis le 31 janvier 2020, la Grande-Bretagne n'est plus membre de l'Union européenne, ce qui pour l'instant ne change rien aux modalités commerciales. Toutefois, on peut se demander si le délai de la fin de l'année fixé pour un accord de libre-échange global pourra être tenu, d'où la subsistance d'une incertitude politique. Le moral des entreprises britanniques s'est toutefois récemment bien amélioré, ce qui a poussé la Bank of England à renoncer en janvier à une baisse des taux par mesure de sécurité. Les prévisions quant au cours futur de la politique monétaire de la BoE restent soumises à une grande incertitude. Il faut en conséquence encore s'attendre pour la paire GBP/CHF à ce que la volatilité reste élevée.



## JPY/CHF\*

Comme attendu, la Bank of Japan a maintenu en janvier le taux directeur à -0.1%. Par rapport à la BNS, elle dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour de futures baisses des taux. Nous ne voyons toutefois pas de raison à cela, vu que la conjoncture se développe selon les attentes. L'économie a comparativement bien surmonté l'augmentation de la taxe à la valeur ajoutée intervenue l'année dernière. La différence de taux entre le Japon et la Suisse ne devrait guère changer dans les mois à venir. Nous nous attendons en conséquence à ce que, à 12 mois, le yen qui a fortement augmenté l'année dernière amorce un mouvement modéré en sens opposé.



\* multiplié par 100

source: Datastream, Raiffeisen Schweiz 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	6.1	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	0.4	0.1
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	2.9	2.8
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	-0.72	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.39	-0.30	-0.20
USD	2.18	2.30	1.60	1.80	1.90
JPY	0.32	0.26	-0.04	0.00	0.10

<b>Cours de change</b>					
Fin d'année					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.07	1.09	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.98	0.98	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.89	0.90	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.10	1.11	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.26	1.31	1.28

<b>Matières premières</b>					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	67	52	55	62	58
Or (USD/once)	1303	1281	1569	1550	1600

\*07.02.2020

\*\*multiplié par 100

---

## Prévisions Raiffeisen (II)

### Prévisions détaillées Suisse

	2014	2015	2016	2017	2018	Prévisions	
						2019	2020
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	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1
Consommation publique	2.2	1.1	1.3	1.2	0.3	1.2	1.0
Dépenses de biens d'équipement	2.8	2.8	4.2	4.8	1.0	0.5	1.6
Investissements dans le bâtiment	3.1	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.4	0.2
Exportations	5.2	2.4	6.6	4.0	4.4	3.0	2.2
Importations	3.3	2.8	4.4	4.4	2.5	1.5	2.5
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	0.4	0.1

Editeur  
Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zurich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

Auteurs  
Domagoj Arapovic, CFA  
[domagoj.arapovic@raiffeisen.ch](mailto:domagoj.arapovic@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.