

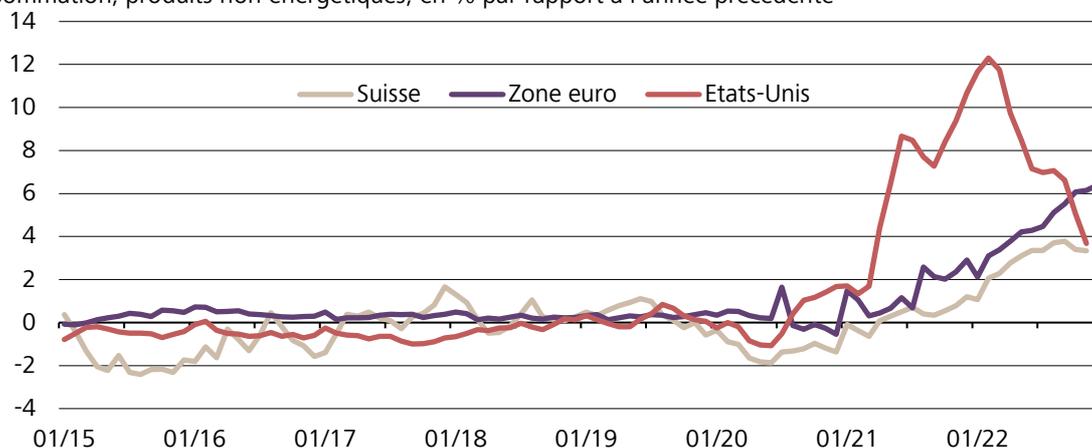
# Check conjoncturel

Aux Etats-Unis, le moral des entreprises, de niveau robuste, baisse à vue d’œil, alors que les perspectives des entreprises européennes sont devenues sensiblement moins sombres. Cela est à imputer notamment à la douceur des températures hivernales rendant une pénurie d’énergie toujours moins vraisemblable. Les fabricants suisses ont, eux aussi, à nouveau révisé un peu à la hausse leurs anticipations pour le premier semestre. Ils tablent également sur un recul de l’inflation, ce qui souligne les risques moins élevés d’effets de second tour plus prononcés en Suisse. Ainsi, nous continuons à voir aussi de bonnes chances que la BNS, après avoir encore relevé les taux d’intérêt en mars à titre préventif, ne doive plus forcément intervenir et ajuste éventuellement le tir en effectuant d’autres ventes de devises.



## GRAPHIQUE DU MOIS: EFFET DE FOUET DANS LES PRIX DES MARCHANDISES

Prix à la consommation, produits non énergétiques, en % par rapport à l’année précédente



Source: Eurostat, BLS, Raiffeisen Economic Research

La pandémie puis la guerre en Ukraine ont perturbé les chaînes d’approvisionnement mondiales pendant une longue période et décimé l’offre de marchandises. Simultanément, la renonciation forcée à consommer des services, conjuguée aux généreuses aides étatiques aux ménages, a attisé la demande de biens. Cela a entraîné des prix excessifs, surtout aux Etats-Unis. Dans un certain nombre de modèles, le prix des voitures d’occasion a dépassé par moments celui des voitures neuves (non disponibles). Finalement, on se dirige toujours plus rapidement vers une résorption des goulots d’étranglement. Les taux de fret en particulier se sont rapprochés des niveaux d’avant la pandémie de manière étonnamment rapide. Sous l’effet d’une demande redevenue «plus normale», certains prix d’achat enregistrent maintenant à nouveau un recul. Et les prix aux consommateurs finaux pour les produits non énergétiques diminuent aussi de manière substantielle aux Etats-Unis. Avec «l’effet de

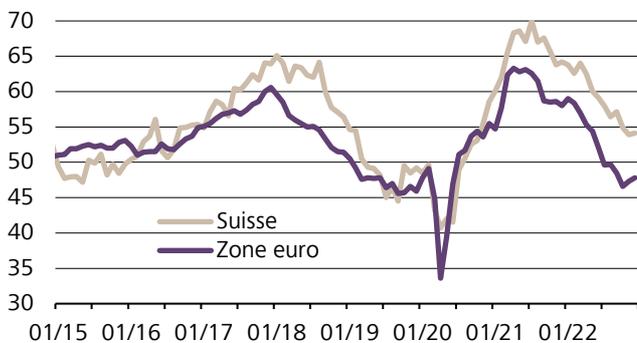
fouet», le taux annuel, auparavant gonflé, a véritablement dégringolé récemment. En Europe, la pression sur les prix des étapes préliminaires et les anticipations de prix dans les entreprises sont en revanche restées jusqu’ici encore élevées, en raison du violent choc énergétique intervenu plus tard. Toutefois, ici aussi, il semblerait qu’on ait au moins atteint le pic. La dynamique des prix des services présente actuellement un tableau différent. Dans de nombreux secteurs, on observe encore de fortes hausses également aux Etats-Unis. Et de nombreuses entreprises veulent encore répercuter sur leurs clients dans les mois à venir les précédentes envolées des prix d’achat. En outre, la hausse des salaires américains n’évolue plus de manière aussi forte mais reste vigoureuse. Ainsi, la lutte acharnée des prix des biens et des services pourrait durer encore longtemps et l’atteinte de l’objectif d’inflation être retardée malgré le recul des prix des marchandises.

# Conjoncture



## INDICES DES DIRECTEURS D'ACHAT (PMIS)

Industrie manufacturière, corrigé des variations saisonnières

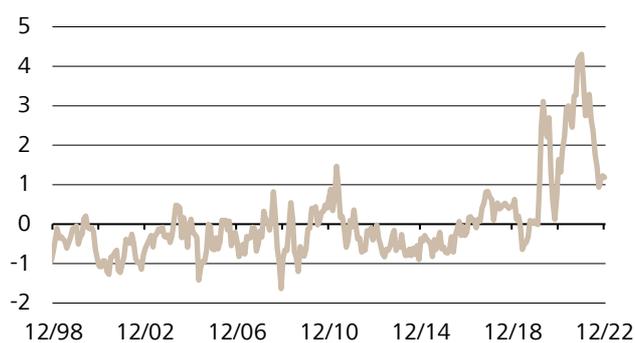


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## RECUL DES GOULETS D'ÉTRANGLEMENT

Indice mondial des chaînes d'approvisionnement

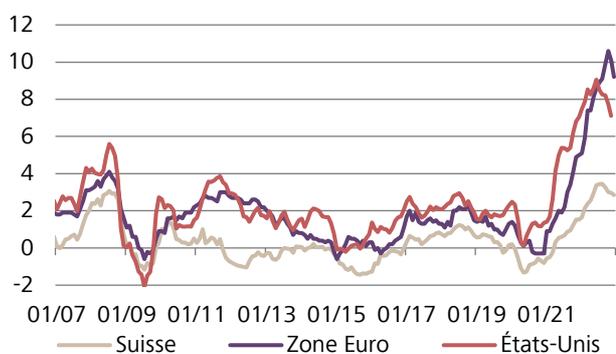


Source: New York Fed, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## Les vents contraires soufflent moins fort

La crise énergétique et le niveau élevé d'inflation continuent de peser fortement sur l'économie européenne. Toutefois, la crainte d'un effondrement massif de la conjoncture s'est atténuée à la fin de l'année. En plus des importantes aides étatiques au paiement de la facture énergétique attribuées en de nombreux endroits, le risque d'une pénurie de gaz et d'électricité cet hiver a considérablement diminué en raison du temps clément – conjugué à une forte correction des prix énergétiques du commerce de gros. Dans de nombreuses entreprises, les coûts de l'énergie restent certes le facteur le plus problématique. Les perspectives d'activité ne paraissent toutefois plus aussi sombres. La tendance à la baisse des entrées de commandes dans l'industrie manufacturière s'affaiblit. Avec des carnets de commande encore confortables, tout porte à croire qu'il n'y aura pas de coupes plus marquées dans la production. Par ailleurs, les entreprises sont de moins en moins nombreuses à signaler encore d'importantes perturbations dues aux goulets d'étranglement.

C'est aussi valable pour l'industrie suisse. Les fabricants communiquent un accroissement plus faible du chiffre d'affaires en termes réels qui continue cependant d'être positif la plupart du temps. Et la confiance pour le premier semestre 2023 a de nouveau légèrement augmenté. Les perspectives ne restent maussades que dans les branches plus gourmandes en énergie comme le papier et le métal. Les entreprises continuent de vouloir embaucher du personnel tant dans l'industrie que dans le secteur des services. En Suisse surtout, aucun rétrécissement plus important de l'activité économique n'est ainsi annoncé en début d'année. Après une croissance du PIB de bien 2% en 2022, nous nous attendons toujours pour cette année à une augmentation certes bien plus modeste mais tout de même correcte de 1%.

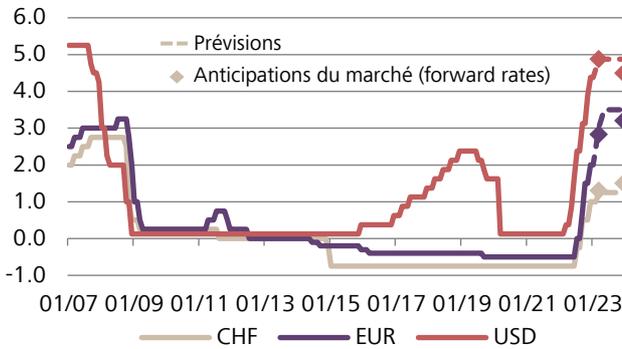
## Le temps clément réduit la pression sur les prix

Pendant ce temps, la réduction des goulets d'approvisionnement et l'affaiblissement de la demande atténuent toujours plus les coûts d'acquisition. La pression moins importante sur les prix des étapes préliminaires entraîne, surtout aux États-Unis, des corrections sur les prix des marchandises qui avaient explosé. En revanche, pour de nombreux services, les prix flambent encore du fait notamment du marché de l'emploi américain, toujours serré. En Europe, l'explosion des prix de l'énergie intervenue précédemment maintient au tournant de l'année la pression sur les prix à un niveau dans l'ensemble encore plus élevé. Mais là aussi, le pic de l'inflation devrait être proche ou avoir déjà été dépassé. L'inflation de la zone euro, de 10,6% en octobre, est tombée à 9,2% à la fin de l'année. En Suisse aussi, la tendance baissière du taux annuel s'est poursuivie en décembre, avec un repli à 2,8%. En janvier, l'inflation devrait encore dépasser les 3% en raison du relèvement des tarifs de l'électricité de 27% en moyenne. Pour la suite, des anticipations de prix moins élevées des entreprises en Suisse font attendre un recul continu de la dynamique des prix sur l'année.

# Taux d'intérêt



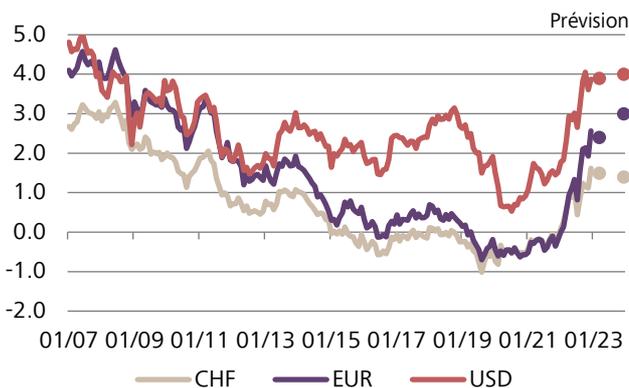
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



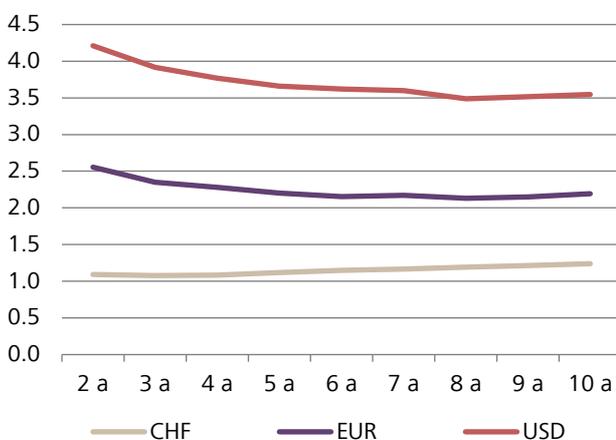
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT: 11.01.23), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed ne prévoit pas de rapide revirement dans les taux

La pression moindre sur les prix a amené la banque centrale américaine, comme attendu, à réduire en décembre la cadence du durcissement. Après quatre hausses consécutives de 75 points de base, le taux cible des fonds fédéraux a été relevé en décembre de 50 points de base, à 4,375%. L'effet de fouet sur les prix des marchandises qui ont flambé pendant la pandémie ne devrait toutefois pas suffire à lui seul, selon Jerome Powell, pour atteindre rapidement l'objectif d'inflation. Et le récent assouplissement des conditions de financement a en outre réduit à néant une partie des efforts de la Fed. C'est pourquoi elle entend maintenant relever les taux certes plus lentement mais un peu plus que ce qui était encore attendu en septembre, sans planifier de réductions rapides des taux par la suite. Or, sur les marchés de taux d'intérêt, on n'est manifestement pas convaincu de la constance de la Fed. On s'attend toujours à des réductions de taux à partir du deuxième semestre 2023, ce qui freine les rendements à long terme du Trésor.

### La BCE prévoit encore plusieurs relèvements

La BCE a aussi ralenti la cadence de durcissement, nonobstant la pression sur les prix encore plus élevée et plus vaste dans la zone euro. Elle reconnaît toutefois très clairement qu'il faut encore agir et entend continuer à intervenir de manière constante et substantielle lors des réunions à venir. Cela signifie que plusieurs hausses de 50 points sont encore prévues aussi longtemps que l'économie de la zone euro ne tombe pas dans une récession plus profonde – ce dont la probabilité est toujours moindre dernièrement. Au surplus, les emprunts devraient déjà commencer à diminuer passivement en mars à raison de 15 milliards d'euros par mois. Contrairement à la Fed, la BCE semble actuellement déterminée à continuer d'augmenter encore sensiblement les taux, ce qui devrait comparativement se traduire par un plus important potentiel d'accroissement pour les taux d'intérêt à long terme.

### BNS ne donne encore aucun signal de fin d'alerte définitif

Enfin, la BNS a elle aussi à nouveau relevé le taux directeur avant la fin de l'année de 50 points de base, à désormais 1,0%. Afin d'atténuer l'inflation importée, la banque nationale a en outre procédé à des achats de devises durant les derniers mois. Bien que l'inflation suisse ait dernièrement enregistré un recul bienvenu, la BNS ne considère pas encore que, avec le niveau actuel des taux, un retour à moyen terme dans la fourchette d'inflation visée soit garanti. Pour elle, le risque lié aux prix reste en Suisse aussi encore accru, en particulier à cause de l'inflation élevée à l'étranger. C'est pourquoi elle n'exclut pas de nouvelles hausses des taux. Vu que la nouvelle prévision d'inflation de la BNS se situe aussi légèrement au-dessus de l'objectif à la fin de l'horizon prévisionnel à moyen terme, nous tablons sur une nouvelle hausse des taux en mars à titre préventif. Toutefois, si les données concernant les prix ne présentent ensuite – comme nous nous y attendons – pas d'accélération mais baissent, la BNS peut se positionner à nouveau sur la ligne de touche.

## Branches suisses – Gros plan sur la pharma

Le ralentissement conjoncturel mondial a augmenté les vents contraires pour les exportateurs suisses. Dans beaucoup de branches, les exportations, si tant est qu'il y en ait, enregistrent encore à peine une progression. En novembre, elles ont même diminué d'environ 10%, retombant ainsi au niveau du début 2022. La baisse est cette fois due principalement au fort recul des exportations de médicaments aux Etats-Unis, en forte hausse auparavant. Des variations aussi importantes des chiffres mensuels sont très souvent causés par des cycles de production et s'observent aussi pour d'autres biens. Dans la branche pharmaceutique, qui constitue 40% de l'ensemble des exportations suisses, la volatilité est un facteur qui a un poids d'autant plus considérable.

Par ailleurs, les perspectives dans le secteur pharmaceutique restent sensiblement meilleures que dans d'autres branches. La progression du chiffre d'affaires due à la pandémie a certes faibli mais la demande est moins sensible à la conjoncture et sera peu touchée par l'affaiblissement de la croissance à l'étranger. Des changements structurels comme le vieillissement de la population continuent en outre d'insuffler une dynamique favorable. Les risques dans le secteur lucratif de la pharma concernent principalement les perspectives à moyen et long terme. En raison de la hausse constante des coûts de la santé, la branche est en effet exposée à d'importantes pressions politiques. Les prix des médicaments sont fortement réglementés partout dans le monde, à la seule exception des Etats-Unis où les prix sont par conséquent sensiblement plus élevés. Cela vaut en particulier pour les spécialités nouvelles et novatrices. Contrairement à ce qui se passe en Suisse par exemple, il peut arriver aux Etats-Unis que des médicaments, même moins complexes, augmentent parfois fortement, même des années après leur commercialisation. C'est pourquoi les dépenses en médicaments par habitant constituent plus du double de la moyenne de tous les pays industrialisés.

Les prix élevés rendent particulièrement lucratif le marché américain qui se développe, également pour les entreprises pharmaceutiques suisses. Au cours des dix dernières années, celles-ci ont accru leur volume d'exportations aux Etats-Unis de 8 à 28 milliards USD, ce qui correspond à environ 40% de la progression totale des exportations de la branche

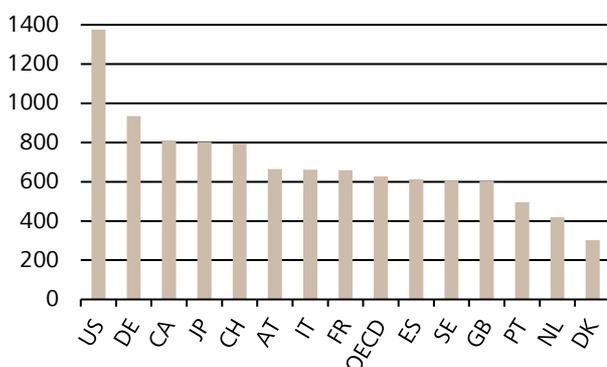
Cependant, pour la première fois depuis de nombreuses décennies, la branche fait maintenant face, aussi aux Etats-Unis, à des obstacles plus importants dressés par le législateur. La caisse-maladie d'Etat pour les seniors, Medicare, a pour la première fois le droit de mener directement des négociations avec les fabricants de médicaments, ce qui devrait exercer une pression sur les prix. Les nouveaux tarifs entreront en vigueur en 2026 mais les négociations ne concerneront tout d'abord qu'un petit nombre de médicaments particulièrement onéreux pour Medicare. Jusqu'à nouvel avis, les entreprises suisses ne sont pas touchées. La deuxième nouveauté de taille dans la réglementation entrera toutefois en vigueur déjà cette année et concernera toutes les entreprises. Les prix de vente ne devraient désormais plus augmenter plus fortement que le niveau général des prix, ce qui est actuellement le cas d'année en année pour des milliers de médicaments. Même si, en réaction, les prix de commercialisation pourraient être un peu plus élevés, la mesure dans son ensemble constitue une brèche importante dans l'énorme pouvoir de fixation des prix des entreprises pharmaceutiques.

Dans l'ensemble, le marché américain reste cependant sensiblement moins réglementé que celui d'autres pays. On ne peut certes pas exclure d'autres mesures dans les années à venir. Il est cependant peu probable que les Etats-Unis s'alignent largement sur le modèle européen en étant encore plus stricts sur les prix, vu qu'ils risqueraient de perdre leur rôle de champion de l'innovation. Il n'en reste pas moins qu'il deviendra plus difficile pour la pharma d'obtenir sur le marché américain un taux de croissance aussi élevé que durant ces dernières années.



### DÉPENSES MÉDICAMENTEUSES

Par personne, en USD corrigés du pouvoir d'achat, en 2019

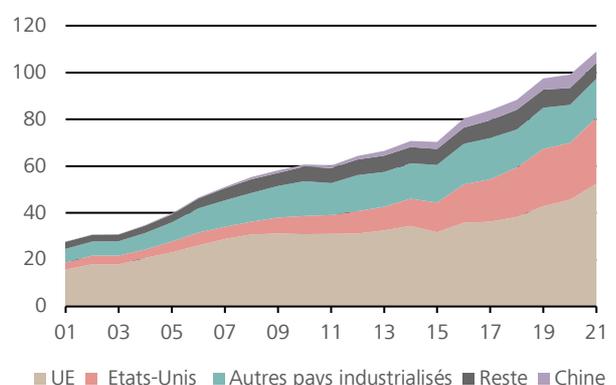


Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research



### EXPORTATIONS PHARMACEUTIQUES

Selon la destination, en mia USD



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

## Devises



## PRÉVISION

**EUR/CHF**

L'euro a baissé de 4,6% par rapport au franc suisse durant l'année écoulée. En décembre, il a évolué dans une fourchette étroite entre 0.9825 et 0.9923. La parité semble désormais constituer une résistance importante. Le fait que la Banque centrale européenne (BCE) ait augmenté son taux directeur de 50 points de base en décembre n'a pas affecté la monnaie unique. En outre, les perspectives pour 2023 sont loin d'être roses, le risque de récession ayant en effet augmenté en raison du ralentissement économique et de la hausse des taux d'intérêt. Nous nous attendons donc à un euro plus faible sur un horizon à 12 mois.

**USD/CHF**

La politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) reste restrictive, même si le rythme devrait ralentir quelque peu. Bien que le pic de l'inflation soit probablement derrière nous, le taux actuel est toujours nettement supérieur à l'objectif à long terme des autorités monétaires. Le cours du billet vert a par conséquent baissé de 2,2% par rapport au franc en décembre, passant de 0.9457 à 0.9245. Cependant, étant donné que l'économie américaine se montre robuste et que la différence d'intérêt plaide en faveur de la monnaie américaine, nous prévoyons que le dollar américain s'apprécie de nouveau légèrement au cours de l'année.

**EUR/USD**

L'euro a augmenté de 2,9% par rapport au dollar américain en décembre, affichant 1.0705 à la fin de l'année. Dans la mesure où l'évolution de la conjoncture de la zone euro est – à maints égards – à la traîne par rapport à l'économie américaine, nous ne prévoyons toutefois pas de reprise durable de l'euro. L'évolution future de l'inflation en Europe est trop incertaine; il s'avère difficile d'augmenter les taux sans pour autant étouffer l'économie. La perspective d'une récession technique – soit deux trimestres consécutifs avec une croissance économique négative – est certes largement attendue par le marché, mais devrait néanmoins exercer une pression baissière sur le cours de l'euro.

**GBP/CHF**

L'inflation élevée, les revendications salariales et les grèves pèsent sur l'économie britannique, et donc sur la monnaie. En raison de ces incertitudes, la livre sterling a diminué de 1,9% par rapport au franc en décembre. Le taux d'inflation se maintient au-dessus de 10% et ne montre actuellement aucun signe de faiblesse. La balle est donc dans le camp du nouveau gouvernement. La livre sterling devrait connaître une reprise qu'une fois que ce dernier aura fourni des résultats. En attendant, elle reste volatile. En raison de la sous-évaluation chronique, nous tablons néanmoins sur une appréciation du cours GBP / CHF vers 1.20 en cours d'année.

**JPY/CHF\***

La perspective d'une politique monétaire plus rigoureuse a renforcé le yen japonais en décembre. Un contrôle moins strict de la courbe des taux devrait continuer à stimuler le yen l'année prochaine. Il est fort possible qu'après cette mesure, les investisseurs japonais rapatrient au moins une partie de leurs fonds investis à l'étranger. Sur un horizon à 12 mois, nous nous attendons à une appréciation du cours JPY / CHF à 0.74. La différence d'intérêt par rapport à d'autres monnaies s'oppose cependant toujours au yen japonais. Celui-ci ne pourra se défaire de sa sous-évaluation qu'une fois que la Bank of Japan (BoJ) aura durci durablement sa politique monétaire.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## 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	1.0
Zone euro	1.3	-6.8	5.2	2.5	0.0
Etats-Unis	2.3	-2.8	5.9	1.5	1.0
Chine	6.0	2.3	8.1	3.0	4.0
Japon	0.3	-4.8	1.9	1.5	1.0
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	2.8	2.3
Zone euro	1.2	0.3	2.6	8.0	5.5
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	1.9	1.0



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	-0.75	1.00	1.25	1.25
EUR	-0.50	-0.50	2.00	2.50	3.50
USD	0.00-0.25	0.00-0.25	4.25-4.50	4.75-5.00	4.75-5.00
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 %)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.58	-0.15	1.23	1.50	1.40
EUR (Allemagne)	-0.57	-0.18	2.19	2.40	3.00
USD	0.91	1.51	3.53	3.90	4.00
JPY	0.02	0.07	0.51	0.50	0.75

## Cours de change (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.08	1.04	1.00	0.99	0.95
USD/CHF	0.89	0.91	0.93	0.95	0.96
JPY/CHF (x 100)	0.86	0.79	0.71	0.72	0.74
EUR/USD	1.22	1.14	1.08	1.04	0.99
GBP/CHF	1.21	1.23	1.13	1.15	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2020	2021	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	52	78	83	80	90
Or (USD/once)	1898	1829	1881	1850	1950

\*12.01.2023

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2018	2019	2020	2021	Prévision 2022	Prévision 2023
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	2.9	1.2	-2.5	3.7	<b>1.9</b>	<b>1.0</b>
Consommation des ménages	0.6	1.4	-3.7	2.7	4.1	1.2
Consommation publique	1.0	0.7	3.5	2.7	1.2	-1.3
Dépenses de biens d'équipement	2.1	1.3	-2.5	4.0	1.9	2.0
Investissements dans le bâtiment	0.1	-0.8	-0.5	1.2	-4.3	-1.8
Exportations	4.9	1.5	-6.0	11.2	3.9	2.7
Importations	3.5	2.3	-7.8	5.4	6.8	3.7
<b>Taux de chômage en %</b>	2.6	2.3	3.2	3.0	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
<b>Inflation en %</b>	0.9	0.4	-0.8	0.6	<b>2.8</b>	<b>2.3</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.