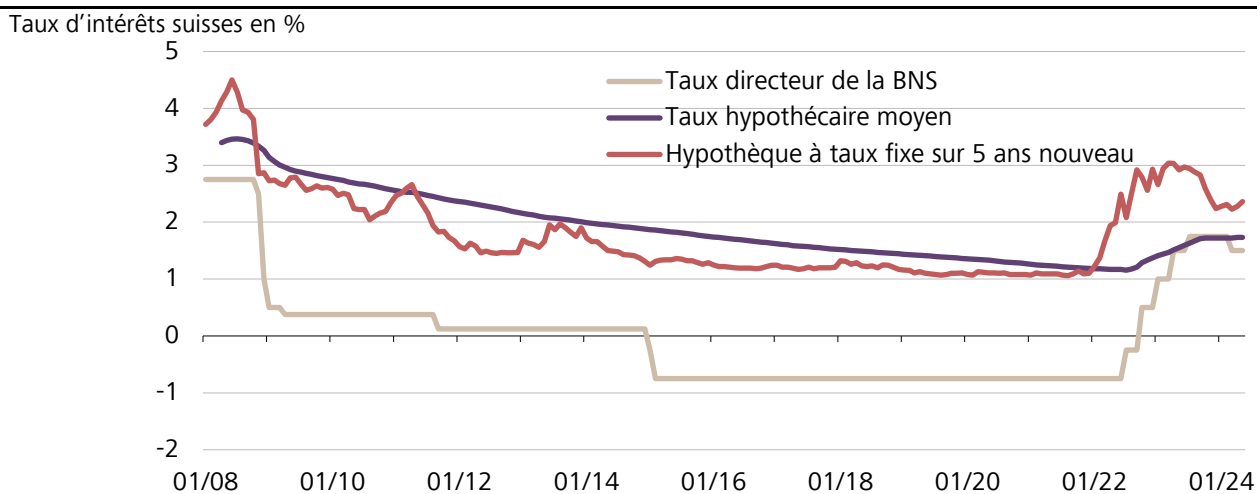


# Check conjoncturel

L'économie de la zone euro s'est libérée de la stagnation au premier trimestre. Pendant ce temps, la Suisse a pu poursuivre sa croissance modérée mais continue du PIB à raison de +0,3% sur le trimestre précédent, stimulée par la demande robuste des prestations de services. Dans un contexte de croissance stable, la faiblesse persistante du franc réduit la nécessité d'intervenir pour la BNS. Dans la zone euro, la tendance sous-jacente des prix, même si elle est lente, va dans la direction souhaitée. Ainsi, la BCE estime, elle aussi, qu'il ne faut plus mener de politique monétaire trop restrictive.



## GRAPHIQUE DU MOIS : CHARGE D'INTÉRÊTS SUPPORTABLE



Source : BNS, BWO, Raiffeisen Economic Research

La rationalisation massive de la politique monétaire ces deux dernières années a provoqué une hausse exceptionnellement rapide et marquée des conditions de financement en comparaison historique. Or, les effets de freinage de la hausse des taux d'intérêts se sont avérés nettement moins drastiques que ce qui était largement attendu ou craint. Surtout pour la conjoncture américaine qui s'avère étonnamment résiliente. Il va sans dire que les généreux programmes étatiques y jouent un rôle majeur. En Suisse aussi, des aides ont contribué à maintenir le niveau de l'endettement des ménages et des entreprises qui était déjà décontracté avant la pandémie.

A cela s'ajoute qu'auparavant, lors de la phase des taux bas, les entreprises et les preneurs d'hypothèques ont contracté une part plus importante de période longue de fixation des intérêts. Voilà pourquoi, notamment aux Etats-Unis, de nombreux débiteurs, malgré le bond au niveau des nouvelles conditions de financement sont entièrement épargnés par la hausse des taux. Alors que les taux d'intérêts pour les hypothèques typiques sur 30 ans ont entre-temps dépassé 8%, le

taux d'intérêts moyen sur les hypothèques américaines en cours est seulement passé de 3,4% à 3,8%. Et alors que les dettes ont connu une évolution modérée depuis la crise financière, les actifs financiers ont fortement augmenté. Ainsi, la hausse des taux d'intérêts fait même profiter de nombreux ménages de revenus nets d'intérêts plus élevés.

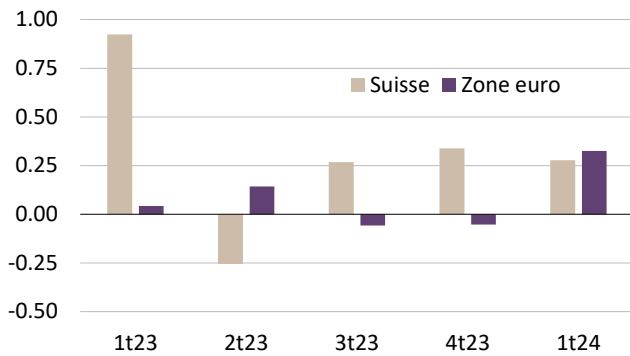
En Suisse, la période de fixation des intérêts n'est pas aussi longue. Or, la rationalisation bien moins extensive effectuée par la BNS à un maximum de 1,75% en comparaison avec 5,375% aux Etats-Unis, a également évité une plus forte hausse de la charge d'intérêts chez nous. Depuis mi-2022, le taux hypothécaire moyen a grimpé de 1,2% à 1,7% récemment. Cette hausse devrait être facile à digérer au vu du marché du travail très solide et du taux d'intérêt calculé de la capacité financière qui en règle générale s'élève à 5%. Finalement, la BNS a de nouveau commencé à assouplir la politique monétaire en mars. Même si elle ne va pas beaucoup faire baisser le taux directeur, les conditions de refinancement ne sont plus tellement éloignées du taux d'intérêts moyen.

# Conjoncture



## CROISSANCE DU PIB

PIB, réel, corrigé des variations saisonnières, en % qoq

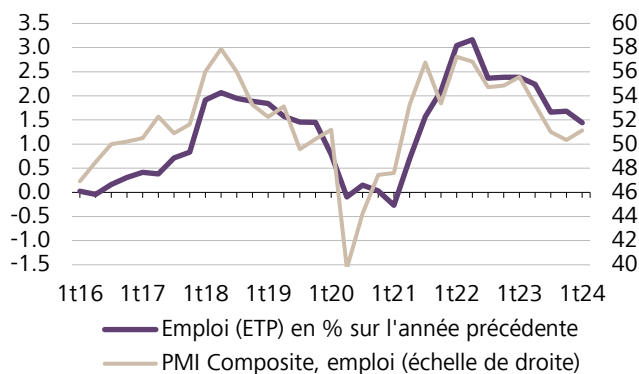


Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## MARCHÉ DU TRAVAIL SUISSE

Evolution de l'emploi

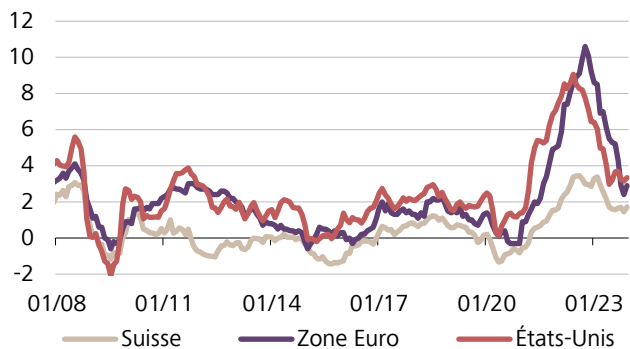


Source : OFS, procure, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Suisse connaît une croissance modérée

En ce début d'année, de concert avec la zone euro, le PIB suisse a progressé de 0,3% par rapport au trimestre précédent, poursuivant ainsi le rythme de croissance modéré des derniers trimestres. Non corrigé des événements sportifs, le PIB a enregistré une croissance plus forte de 0,5%. En effet, les associations sportives qui siègent en Suisse ont commencé à comptabiliser des recettes pour le Championnat d'Europe de foot en Allemagne ainsi que pour les Jeux Olympiques d'été à Paris.

La croissance économique a été tirée par l'expansion continue dans le secteur des prestations de services. En revanche, l'industrie a stagné, ce qui s'est reflété dans une contribution négative à la croissance du commerce extérieur. Or, en avril, les chiffres à l'exportation se sont de nouveau largement stabilisés.

A court terme, les indicateurs conjoncturels suisses ne laissent pas présager de forte accélération de la dynamique industrielle. L'indice PMI industriel se déplace encore clairement dans la zone de contraction. Et dans le cadre de l'enquête conjoncturelle de l'industrie menée par le KOF, l'évaluation de l'activité des fabricants en mai s'est de nouveau assombrie.

### Refroidissement du marché du travail

Or, en Suisse, au même titre qu'aux Etats-Unis et dans la zone euro, après deux années très dynamiques, le marché du travail se refroidit. Les entreprises signalent une baisse des besoins en main d'œuvre et des difficultés de recrutement moins aiguës.

Au premier trimestre, la dynamique de l'emploi a continué à perdre de son élan. En comparaison annuelle, la croissance, sur la base des équivalents à temps plein a baissé de moitié depuis un pic cyclique à désormais 1,4%, ce qui représente toujours une dynamique robuste. Par ailleurs, les enquêtes sur l'emploi n'indiquent nullement l'effondrement de la création d'emplois.

### La déflation importée s'essouffle

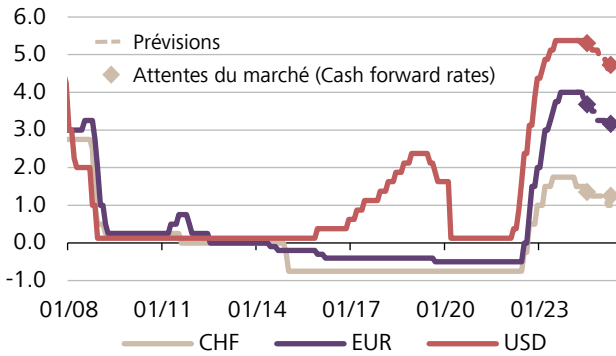
Dans l'environnement de croissance modéré actuel, les entreprises suisses ne prévoient pas d'ajustements majeurs des prix de vente. Cela vaut avant tout également pour le secteur des prestations de services, en sachant que la hausse des prix des services dans la zone euro et aux Etats-Unis sera encore plus marquée. En Suisse, seules les entreprises de restauration prévoient en majorité de relever les prix.

La pression sous-jacente sur les prix qui en découle demeure par conséquent toujours aussi modérée. Malgré les effets retardés des deux relèvements des taux d'intérêts de référence sur les loyers, le taux d'inflation reste clairement inférieur à 2%. Toutefois, l'effet déflationniste de l'appréciation du franc sur l'année écoulée s'inverse progressivement. Au fur et à mesure que l'année avance, les prix des biens devraient de nouveau davantage alimenter l'inflation.

# Taux d'intérêts



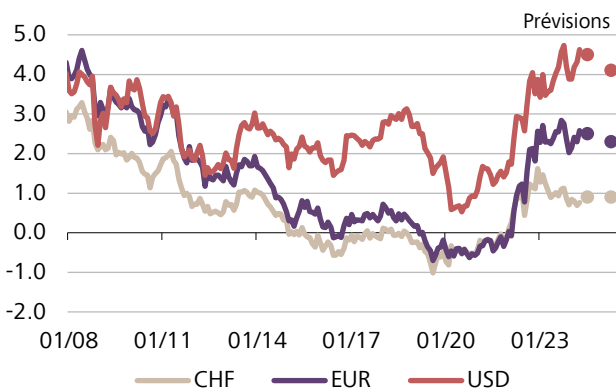
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



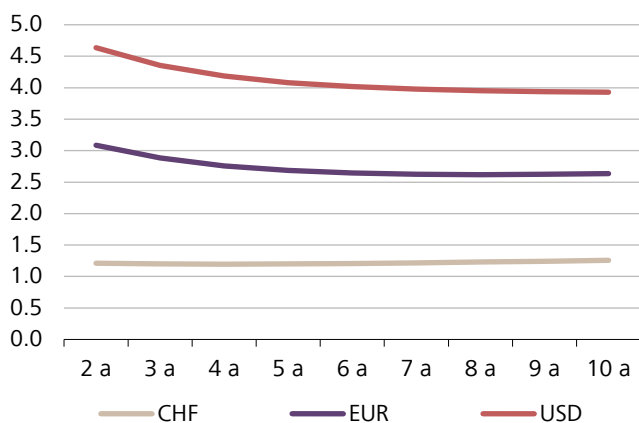
## EMPRUNTS D'ÉTAT SUR DIX ANS, EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT : 06.06.2024), EN %



Source : Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed a besoin de plus de temps

Le taux directeur de la Fed stagne depuis juillet 2023 à 5,375%. En raison de la trop forte hausse des prix à la consommation au premier trimestre, il faut attendre plus longtemps que prévu que les banquiers centraux américains aient suffisamment confiance pour baisser les taux. D'ailleurs, certains membres du Comité fédéral du marché ouvert (FOMC) n'excluent pas un nouveau tour de vis si l'inflation devenait un peu plus agressive.

Or, les dernières données sur les prix et la conjoncture se sont majoritairement montrées moins « agressives ». Jerome Powell, le président de la Fed, mise donc toujours fondamentalement sur une baisse de la pression des prix même sans refroidissement plus marqué de la conjoncture. A cet égard, il s'appuie avant tout sur un marché du travail équilibré. Pour soutenir le début d'un assouplissement, de nombreux représentants de la Fed veulent au préalable « plusieurs » mois de prix satisfaisants. Ainsi, à l'heure actuelle, aucune baisse des taux n'est signalée avant septembre.

### La BCE a suffisamment confiance

Dans la zone euro, en revanche, les banquiers centraux ont suffisamment pris confiance. Face à une conjoncture plus affaiblie qu'aux Etats-Unis et avec davantage de signes ces derniers mois que la dynamique des salaires prend la direction souhaitée, lors de la réunion de juin et conformément aux attentes, le Conseil des gouverneurs de la BCE a baissé les taux directeurs pour la première fois. Le taux de dépôt a été abaissé de 25 points de base à 3,75%.

Or, les signes croissants de la reprise conjoncturelle de la zone euro ainsi que les plus fortes hausses de prix des prestations de services, ne plaident pas aussitôt en faveur d'un assouplissement rapide et marqué. Dès la prochaine réunion en juillet, certains membres du Conseil estiment explicitement qu'une nouvelle baisse des taux n'est pas appropriée. La BCE ne se met donc pas automatiquement en mode pilote automatique.

### BNS sans pression à agir

Le début d'assouplissement de la BCE pourrait également inciter la BNS à encore abaisser son taux directeur en juin à 1,25%, notamment pour continuer à soutenir le secteur de l'exportation et d'ailleurs, elle en a certainement la marge de manœuvre. L'inflation se situe très clairement dans la fourchette visée de 0% à 2%.

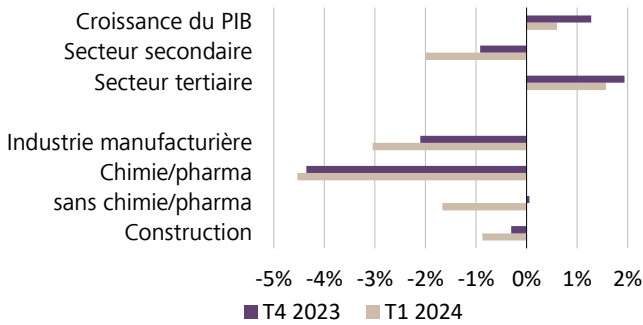
Toutefois, la nécessité d'intervenir s'est amoindri depuis mars. La première baisse précoce a été justifiée notamment par les effets modérateurs sur les prix de l'appréciation du franc en 2023. Or, depuis début 2024, l'intensité s'est progressivement plus qu'inversée, entraînant progressivement une nouvelle hausse des prix à l'importation. C'est pour ça que nous estimons qu'il n'est pas absolument impératif d'intervenir en juin. Globalement, la BNS n'est pas très éloignée du taux d'intérêts neutre de 1,0%-1,5%, un seuil sous lequel elle ne devrait pas descendre, sous réserve d'inquiétudes déflationnistes ou de faiblesse conjoncturelle très marquée.

# Branches suisses



## CRÉATION DE VALEUR SELON LES SECTEURS

1<sup>er</sup> T 2024, par rapport à l'année précédente, corrigé des événements sportifs

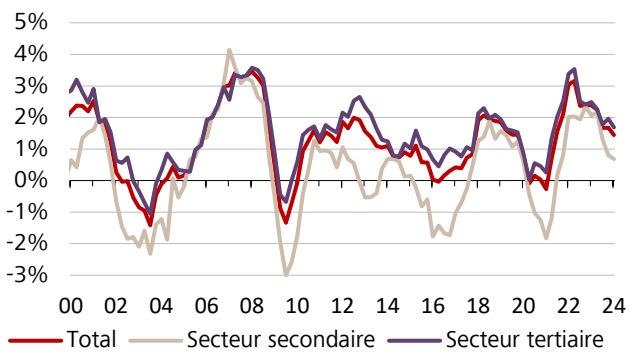


Source : SECO, Raiffeisen Economic Research



## CROISSANCE DE L'EMPLOI

Equivalents à temps plein (ETP) par rapport à l'année préc.

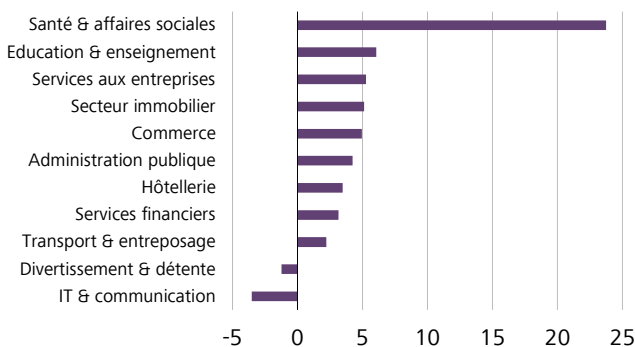


Source : OFS, Raiffeisen Economic Research



## EMPLOI DANS LE SECTEUR TERTIAIRE

ETP par rapport à l'année précédente (1<sup>er</sup> T 2024), en milliers



Source : OFS, Raiffeisen Economic Research

## Consolidation dans l'industrie pharmaceutique

La croissance du PIB qui à l'heure actuelle est inférieure à la moyenne est toujours avant tout tirée par l'industrie manufacturière. Après le recul au premier trimestre, sa création de valeur se situe à 3% sous le niveau de l'année précédente. Cette évolution s'explique avant tout par la consolidation dans le secteur pharmaceutique. En effet, dans la plus grande industrie exportatrice de Suisse, la création de valeur a progressé de 54% entre 2019 et 2022, et affiche à présent une tendance baissière. A l'opposé, la création de valeur dans les secteurs de l'industrie manufacturière a progressé en comparaison trimestrielle, mais nettement baissé en comparaison annuelle.

Enfin, le secteur des prestations de services se caractérise par une dynamique de croissance qui se maintient dans la moyenne à long terme. Dans certains domaines, et en comparaison avec le premier trimestre 2023, la création de valeur n'a quasiment pas progressé, comme c'est par ex. le cas des services financiers ou des services aux entreprises. Toutefois, la plupart des branches a enregistré une croissance robuste, en premier lieu l'hôtellerie-restauration (+9%), la santé et les affaires sociales (+3,9%) ainsi que le commerce (+2,5%).

## Faible croissance du nombre de postes, mais hausse continue

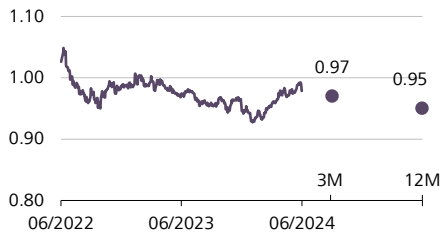
La différence de croissance entre les deux secteurs économiques se reflète également dans la composition du marché du travail. Dans le secteur secondaire, mesuré aux équivalents à temps plein, l'emploi a seulement progressé de 0,7% par rapport à l'année précédente. Dans l'industrie de la construction, il s'est même infléchi. L'industrie manufacturière, en revanche, a enregistré une hausse de 1,3%. En l'occurrence, en début d'année, les signalements de chômage partiel et de suppressions de postes se sont multipliés. Dans certains domaines, l'emploi a effectivement baissé sous le niveau d'avant fin 2024. Cela vaut en particulier pour les branches qui sont actuellement confrontées au recul des exportations, telles que par ex. l'industrie textile, la production de plastiques ou la branche du papier ou de l'imprimerie. Globalement, l'emploi a toutefois augmenté par rapport au trimestre précédent, notamment grâce à la progression solide dans l'industrie horlogère et agroalimentaire.

Or, la grande majorité des 61'000 postes créés depuis 2023 est liée au secteur des prestations de services (54'000). Par ailleurs, près de la moitié provient du secteur de la santé et des affaires sociales, où l'emploi a progressé de 4,1%. Par ailleurs, dans le secteur immobilier (+11,7%), l'administration publique (+2,5%) ainsi que l'éducation (+2,4%) le nombre de créations de postes était également supérieur à la moyenne.

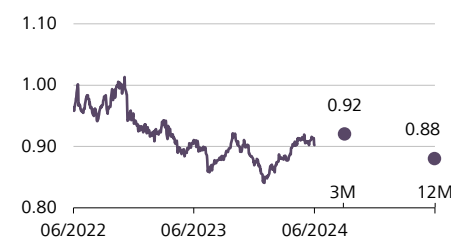
## Devises



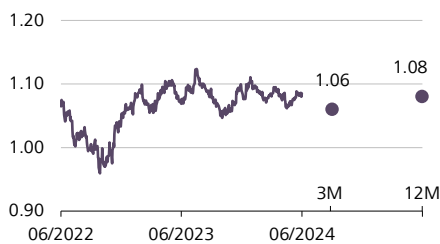
## PREVISIONS

**EUR/CHF**

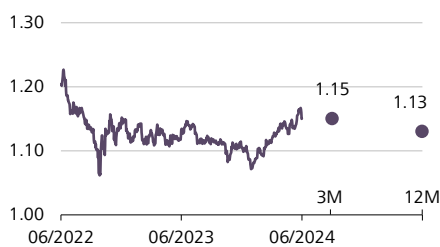
En mai, l'euro a atteint 0.9930 par rapport au franc suisse et donc à la parité à vue. La monnaie unique profite de la faiblesse du franc, alimentée par la baisse des taux directeurs opérée par la Banque nationale suisse (BNS) ce printemps. Il ne s'agit toutefois pas d'un revirement de tendance, mais d'un pic intermédiaire. Face au recul de l'inflation et à l'affaiblissement de l'économie, la Banque centrale européenne (BCE) va à son tour inverser la tendance des taux d'intérêt en juin. Avec la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt que cela devrait entraîner, l'appréciation de l'euro devrait s'atténuer. De plus, l'environnement de risque plaide en faveur du franc à moyen terme.

**USD/CHF**

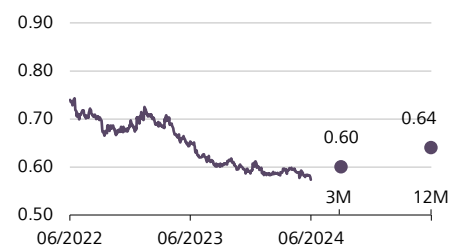
Aux Etats-Unis, en raison d'une inflation toujours supérieure à l'objectif de 2% de la Banque centrale (Fed), la règle est «higher for longer» pour les taux directeurs. Cela booste l'attractivité du dollar américain du point de vue des investisseurs. En parallèle, outre-Atlantique, les risques pour la conjoncture augmentent avec le resserrement de la politique monétaire. En fin de compte, le cours USD / CHF a donc suivi une tendance latérale volatile comprise entre 0.90 et 0.92 en mai. A moyen terme, le franc suisse devrait à nouveau profiter davantage de son caractère de refuge en raison de l'environnement de marché toujours incertain. Nous nous attendons donc à un franc plus fort sur l'ensemble de l'année.

**EUR/USD**

Alors qu'un revirement des taux d'intérêt de la BCE en juin est quasiment certain, la Banque centrale américaine (Fed) ne devrait pas abaisser ses taux directeurs avant l'automne au plus tôt. Pour l'économie américaine, cela signifie que les vents contraires de la politique monétaire perdureront encore longtemps. Bien qu'elle ait fait preuve d'une grande résilience face à un environnement de financement plus difficile, les données les plus récentes indiquent un ralentissement progressif. En conséquence, le cours de l'EUR / USD a grimpé jusqu'à 1.0895 le mois dernier. Ainsi, l'euro devrait avoir épuisé son potentiel d'appréciation compte tenu de l'augmentation attendue de la différence d'intérêt en faveur du billet vert.

**GBP/CHF**

L'économie britannique a connu une croissance de 0,6% au premier trimestre, plus forte que prévu. Dans le même temps, l'inflation a reculé de 3,2% à 2,3% en avril. En conséquence, la probabilité que la Banque d'Angleterre (BoE) abaisse prochainement ses taux d'intérêt a augmenté, ce qui a permis à la livre sterling de se renforcer en mai. À 1.1678 franc, elle n'a été aussi chère qu'il y a un peu plus de deux ans. A la fin du mois, les cours ont progressé de près de 0,2%. Nous pensons toutefois que la livre a augmenté de manière excessive. Nous avons légèrement ajusté nos prévisions à trois et douze mois pour la paire de devises GBP / CHF.

**JPY/CHF\***

Une intervention de la Banque du Japon (BoJ) sur le marché des changes a fait brièvement flamber le cours JPY / CHF à 0.5969 début mai. Au cours du mois, la monnaie japonaise s'est à nouveau rapprochée de la barre de 0.57 franc. Compte tenu de la récente baisse de l'inflation (avril: +2,5%), il est peu probable que la BoJ procède à des hausses rapides des taux d'intérêt. En parallèle, nous ne prévoyons qu'une seule nouvelle baisse des taux d'intérêt de la part de la BNS cette année. En fin de compte, l'écart entre les taux d'intérêt du yen et du franc devrait certes se resserrer, mais beaucoup plus lentement que prévu jusqu'à présent. Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions à douze mois à 0.64.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2021	2022	2023	Prévision 2024	Prévision 2025
Suisse*	5.1	2.5	1.3	0.8	1.3
Zone euro	5.9	3.4	0.5	0.2	1.5
Etats-Unis	5.8	1.9	2.5	2.0	1.6
Chine	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
Japon	2.7	1.0	1.9	1.0	0.8
Global (PPP)	6.3	3.5	3.2	2.8	2.8

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2021	2022	2023	Prévision 2024	Prévision 2025
Suisse	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9
Zone euro	2.6	8.4	5.5	2.0	1.8
Etats-Unis	4.7	8.0	4.1	2.8	2.3
Chine	0.9	2.0	0.2	0.7	1.4
Japon	-0.3	2.5	3.3	2.0	1.8



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)\*\*

	2022	2023	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	1.00	1.75	1.50	1.50	1.00
EUR	2.00	4.00	3.75	3.75	3.00
USD	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.50-4.75
JPY	-0.10	-0.10	0.0-0.1	0.0-0.1	0.25

## Taux du marché des capitaux (Rendements des obligations d'Etat à 10 ans ; fin d'année, rendement en %)

	2022	2023	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	1.58	0.65	0.81	0.90	0.90
EUR (Allemagne)	2.57	2.02	2.53	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.30	4.50	4.10
JPY	0.41	0.61	0.98	0.80	0.90

## Cours de change (Fin d'année)

	2022	2023	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.99	0.99	0.97	0.97	0.95
USD/CHF	0.92	0.92	0.89	0.92	0.88
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.57	0.60	0.64
EUR/USD	1.07	1.07	1.09	1.06	1.08
GBP/CHF	1.12	1.12	1.14	1.15	1.13

## Matières premières (Fin d'année)

	2022	2023	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	86	77	79	85	80
Or (USD/once)	1824	2063	2362	2350	2450

\*corrigé des événements sportifs \*\*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), \*\*\*06.06.2024

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉ DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2020	2021	2022	2023	Prévision 2024	Prévision 2025
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>-2.2</b>	<b>5.1</b>	<b>2.5</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>
Consommation des ménages	-3.4	1.8	4.2	2.1	0.8	1.2
Consommation publique	3.8	3.3	-0.8	-0.5	0.3	0.4
Dépenses de biens d'équipement	-1.6	6.0	4.6	-1.9	-2.2	1.6
Investissements dans le bâtiment	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.2	0.8
Exportations	-4.6	11.5	4.6	4.4	3.5	3.8
Importations	-5.9	5.3	6.2	6.2	1.5	4.0
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>

## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto: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](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

## 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.