

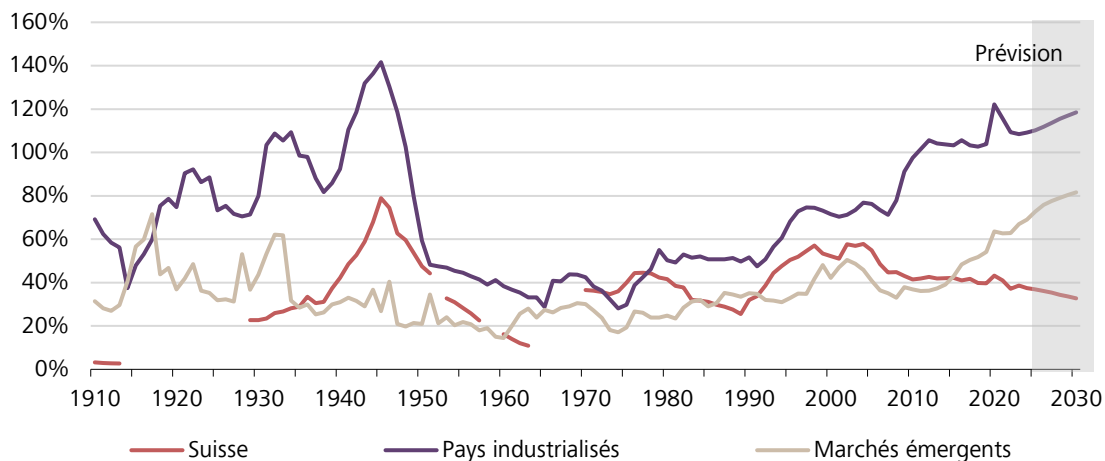
Check conjoncturel

L'approvisionnement mondial en énergie reste très limité. Même si l'Europe ne risque pas de connaître de pénurie, les risques conjoncturels et liés à l'inflation ne cessent de s'accroître à mesure que le conflit se prolonge. Le secteur manufacturier semble pour l'instant épargné, mais les perspectives économiques s'assombrissent toutefois sensiblement. La BCE reste prudente en raison de l'équilibre des risques pesant sur les prix et la conjoncture. Elle estime toutefois que, sans une détente prochaine de la situation, les risques d'inflation sont clairement prédominants. La BNS n'est pas de cet avis. Elle se montre plus préoccupée par l'évolution des taux de change et se dit toujours prête à intervenir sur le marché des changes – ce qu'elle a apparemment fait dans une certaine mesure en mars.



GRAPHIQUE DU MOIS: AUGMENTATION DE LA DETTE MONDIALE

Dettes brutes du secteur public, en % du PIB



Source: FMI, Raiffeisen Economic Research

La dette publique mondiale ne cesse d'augmenter depuis les années 1970. La guerre contre l'Iran va entraîner une détérioration de la situation financière de nombreux pays. Contrairement au passé, ce ne sont toutefois plus les guerres qui constituent le principal facteur, mais des évolutions structurelles telles que le vieillissement démographique et la forte augmentation des dépenses sociales. De nombreux pays ayant déjà des taux d'imposition élevés, le potentiel de recettes publiques supplémentaires est faible. Une consolidation budgétaire à grande échelle semble donc peu réaliste. Dans ce contexte, la répression financière, qui passe par des interventions réglementaires et des taux d'intérêt réels bas, devient un instrument de stabilisation incontournable pour de nombreux États. À long terme, cela renforce toutefois la pression à la hausse sur le franc suisse, considéré comme une valeur refuge et un point d'ancrage du pouvoir d'achat. Jusqu'à présent, les exportations suisses sont restées solides malgré la vigueur du franc. Cela résulte d'une évolution

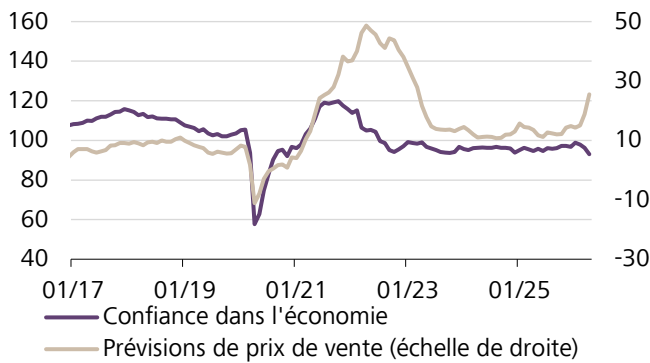
structurelle à long terme vers des biens à forte intensité de connaissances, de grande valeur et difficilement substituables. Alors que les secteurs sensibles aux prix, comme le verre ou la construction mécanique, souffrent nettement du franc fort, d'autres secteurs, tels que la chimie/pharmacie, les instruments de précision et l'agroalimentaire, se montrent plus résistants. Cependant, la concentration croissante sur un petit nombre de secteurs puissants accroît la vulnérabilité face aux chocs spécifiques à ces secteurs. La vigueur du franc et les incertitudes mondiales accentuent la pression sur les entreprises exportatrices suisses pour qu'elles s'adaptent. Une véritable spécialisation, le maintien de la capacité d'innovation et une gestion professionnelle des risques de change sont essentiels. Les entreprises qui ne prennent pas ces décisions stratégiques risquent d'être dépassées par les mutations structurelles. Pour plus de détails sur l'évolution de la dette et la vigueur du franc, consultez notre moniteur économique trimestriel ([lien](#)).

Conjoncture



RISQUES DE STAGFLATION

Enquête sur le climat des affaires dans la zone euro

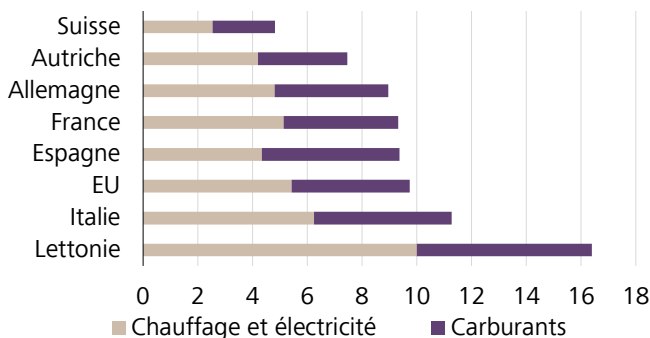


Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



RÉPARTITION DE LA CONSOMM. D'ÉNERGIE

Énergie en % du panier de consommation (2025)

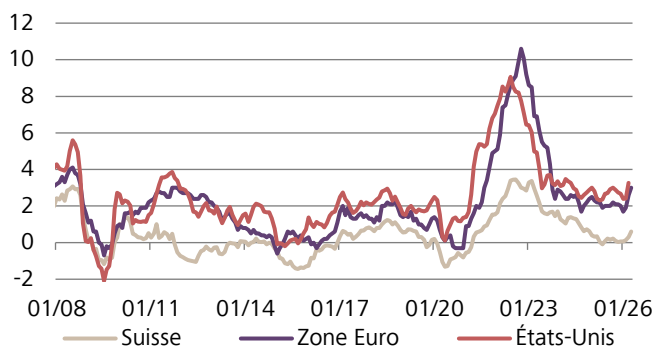


Source: Eurostat, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Perspectives hétérogènes en matière d'approvisionnement

Le conflit avec l'Iran se poursuit. Dans le même temps, les États-Unis bloquent les transports en provenance d'Iran, qui continue d'interdire le passage des navires par le détroit d'Ormuz. L'approvisionnement mondial en énergie reste donc limité, ce qui peut aggraver les pénuries. La plupart des pays industrialisés, y compris la Suisse, ne devraient toutefois pas connaître de pénurie de carburants dans les prochains mois. La situation est différente dans de nombreux pays émergents, qui sont des importateurs nets d'énergie. Les pays industrialisés disposent d'un pouvoir d'achat supérieur, ce qui leur permet de rivaliser plus efficacement pour s'approprier des ressources de plus en plus rares.

Les risques conjoncturels augmentent

La hausse des prix de l'énergie pèse toutefois sur le moral des consommateurs et des entreprises en Europe. Les ménages s'inquiètent à nouveau de leur pouvoir d'achat et de la sécurité de l'emploi. Cela impacte notamment les perspectives économiques dans le commerce de détail et les services. La situation économique dans le secteur manufacturier reste en revanche solide. Selon les entreprises, cela s'explique toutefois par des achats anticipés motivés par des inquiétudes croissantes concernant les chaînes d'approvisionnement. Les fabricants émettent eux aussi des prévisions plus prudentes pour les mois à venir. En avril, la confiance économique globale de la zone euro se situait à nouveau à un niveau nettement inférieur à la moyenne. De même, le baromètre conjoncturel suisse du KOF affiche un net assombrissement depuis le début de la guerre. Pour l'instant, la stabilisation du marché du travail ne se poursuit donc pas.

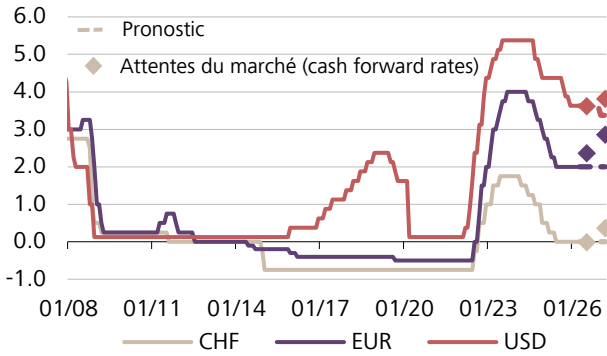
Les risques liés aux prix augmentent tout autant

En avril, en raison de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro a fortement augmenté pour le deuxième mois consécutif, passant de 2,6% à 3,0%. Le choc pétrolier se répercute immédiatement sur les prix de l'essence et du mazout. Les subventions sur les prix de l'énergie accordées dans certains pays européens ont toutefois un effet quelque peu modérateur. Et contrairement à 2022, la plupart des autres matières premières ne connaissent actuellement ni pénurie ni rupture d'approvisionnement. Les entreprises signalent, dans l'ensemble, une hausse considérable des prix d'achat, du moins à court terme. Dans le secteur des services en particulier, les hausses prévues des prix de vente restent toutefois bien en deçà des niveaux records atteints il y a quatre ans. Tout porte donc déjà à croire que des effets de second tour se feront sentir sur les prix à la consommation. Outre les restrictions d'offre limitées hors du secteur de l'énergie, la baisse de la demande mondiale de biens ainsi que l'assouplissement des marchés du travail devraient cette fois-ci modérer la pression sous-jacente sur les prix. Cela vaut d'autant plus pour la Suisse en raison de la force du franc et de la part réduite de l'énergie dans les dépenses de consommation. En avril, l'inflation est restée modérée dans notre pays, s'établissant à 0.6%.

Intérêts



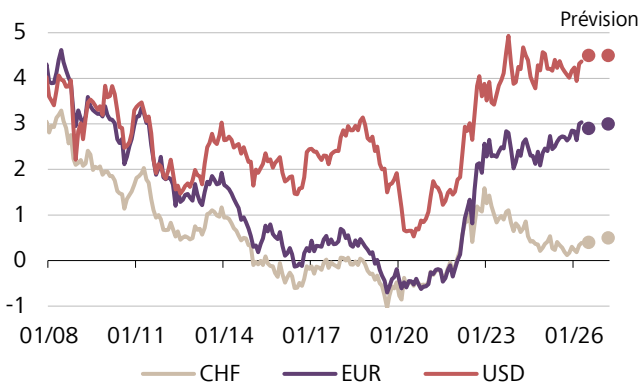
TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



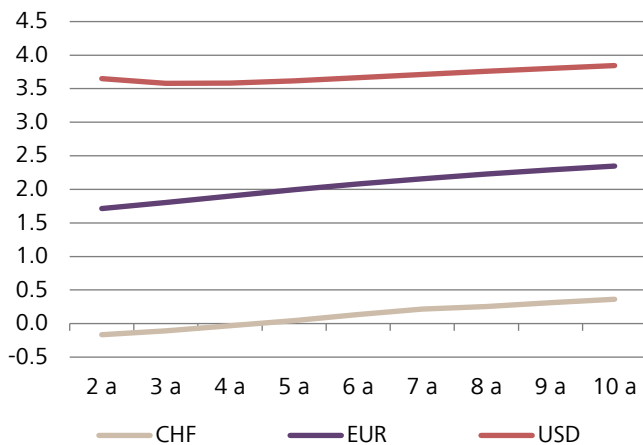
OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ÉTAT 8 MAI 2026), EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Une Fed plus équilibrée

La Réserve fédérale américaine (Fed) maintient son taux directeur à 3,625%. Le choc pétrolier n'incite pas non plus les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) à envisager des hausses des taux d'intérêt à court terme. Dans son analyse de la situation, la banque centrale laisse même entrevoir une tendance à la baisse des taux d'intérêt. Le président de la Fed, Jerome Powell, a justifié cette décision par la perspective d'un affaiblissement des effets des droits de douane et d'un nouveau ralentissement du marché du travail. Plusieurs membres du comité estiment toutefois que les risques de hausse de l'inflation et de ralentissement économique s'équilibrent désormais. D'une part, il va de soi que le choc des prix de l'énergie y contribue. Mais on constate d'autre part une amélioration récente des chiffres de l'emploi, ainsi qu'une inflation sous-jacente tenace due à une demande solide. Les taux directeurs, encore considérés comme légèrement restrictifs, sont ainsi jugés appropriés. Dans le même ordre d'idées, les marchés des taux ne tablent plus sur un ajustement cette année.

Une direction claire pour la BCE

Lors de sa réunion de fin avril, la BCE a présenté une évaluation des risques assez équilibrée. Les craintes liées à l'inflation sont certes plus vives qu'aux États-Unis. La nouvelle détérioration du moral des entreprises et des consommateurs dans la zone euro confirme l'existence de risques économiques accrus. La politique monétaire se trouve face à un dilemme. À ce jour, la BCE ne constate pas encore d'effets de second tour liés à la hausse des prix de l'énergie. Elle estime que les attentes inflationnistes restent solidement ancrées. Rien ne presse donc. Cependant, plus la guerre durera, plus elle aura un impact sur l'inflation générale. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a donc déclaré qu'on s'éloignait certainement du scénario de base. La direction à suivre est claire. Si la situation sur le marché pétrolier ne s'améliore pas d'ici la réunion de juin, la BCE devrait réagir pour préserver sa crédibilité en tant que gardienne de l'inflation.

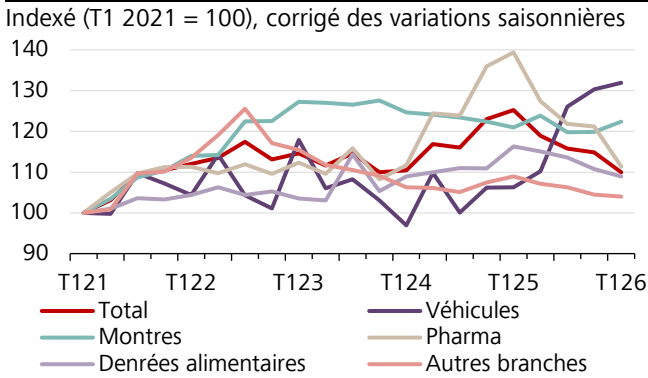
La BNS est bien positionnée

La BNS se montre quant à elle beaucoup moins préoccupée par l'inflation. Malgré certains effets liés aux prix de l'énergie, l'inflation suisse reste clairement dans la moitié inférieure de la fourchette cible de 0% à 2%. Même en cas de conflit prolongé, la Banque nationale estime que le principal risque réside dans la demande mondiale et dans une appréciation plus forte du franc. Sa volonté d'intervenir sur le marché des changes s'en trouve ainsi renforcée. Et il semblerait que cela n'ait pas été que des paroles en l'air. Les données de bilan de la BNS pour le mois de mars laissent supposer une intervention, mais d'une ampleur limitée à un peu plus de 2 milliards de francs. Et depuis avril, les anticipations d'une hausse des taux d'intérêt de la BCE ont redonné un peu d'élan à l'euro, ce qui aurait dû rendre toute nouvelle intervention inutile. De plus, les obstacles à la mise en place de taux d'intérêt négatifs restent importants. Dans l'ensemble, la BNS estime que sa politique monétaire est pertinente et qu'il n'est pas nécessaire de la relâcher ou de la resserrer.

Branches suisses



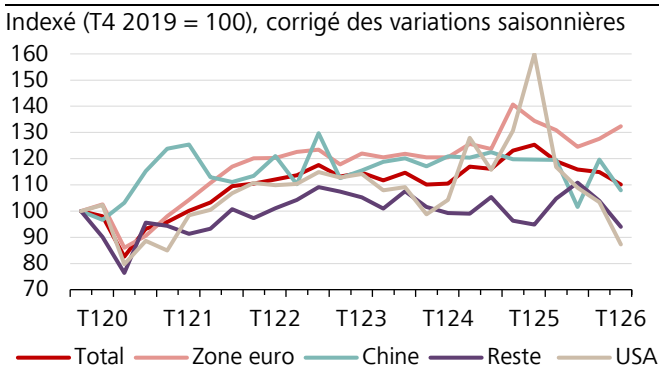
EXPORTATIONS PAR PRODUIT



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



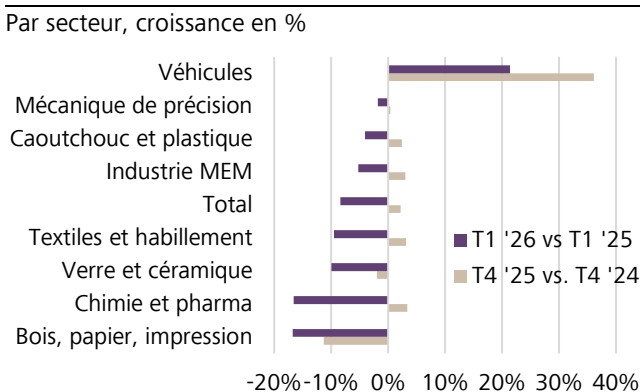
EXPORTATIONS PAR PAYS



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



EXPORTATIONS VERS L'ALLEMAGNE



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

Un début d'année difficile pour les exportations

Au premier trimestre, les exportations suisses ont reculé de 4,2%, soit dans des proportions similaires à celles enregistrées au deuxième trimestre de l'année précédente après l'introduction des droits de douane américains. Dans les deux cas, ce recul était en grande partie imputable aux exportations de produits pharmaceutiques et chimiques vers les États-Unis. Celles-ci avaient fortement augmenté au premier trimestre 2025 en raison d'effets d'anticipation. Le mouvement inverse qui s'est amorcé au cours des trimestres suivants devrait toutefois être largement achevé. Les exportations ont reculé au premier trimestre dans la plupart des autres secteurs également. Les montres et les véhicules étaient les seules exceptions. Dans l'industrie horlogère, cette hausse était principalement due aux exportations vers les États-Unis. En revanche, les exportations vers la Chine et d'autres pays asiatiques ont diminué. Notons cependant que la tendance à la baisse qui perdure depuis un certain temps s'est quelque peu atténuée. Le conflit au Proche-Orient commence quant à lui à laisser de premières traces. Les exportations vers les Émirats arabes unis, huitième marché d'exportation des montres suisses, sont toutefois restées stables. D'autres marchés, comme l'Arabie saoudite, ont toutefois enregistré une baisse significative en mars.

Exportations de véhicules ferroviaires en forte hausse

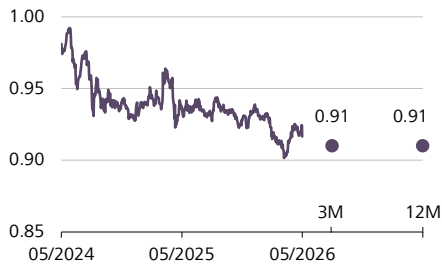
Dans le secteur automobile, en revanche, les exportations ont poursuivi leur hausse après plusieurs trimestres consécutifs de forte croissance. Conjugué à la hausse des exportations de produits pharmaceutiques, cela a entraîné une augmentation des exportations vers la zone euro. En revanche, tous les autres marchés importants ont enregistré un recul. La croissance des exportations vers la zone euro n'était toutefois pas due à la conjoncture, car là aussi, presque tous les secteurs ont enregistré une baisse. Les échanges commerciaux avec l'Allemagne le montrent bien, où seul le secteur automobile a enregistré une croissance.

L'industrie automobile allemande est toujours en crise, ce qui explique pourquoi les exportations des fournisseurs suisses continuent de baisser. En revanche, les exportations de véhicules ferroviaires sont en forte hausse, y compris vers d'autres marchés européens. Ce développement est porté par la vague d'investissements dans le secteur ferroviaire européen. Dans le cadre des objectifs de politique climatique, tant les trains à grande vitesse que le transport de marchandises par le rail font l'objet d'un renforcement ciblé. De plus, de nombreux pays modernisent leurs transports en commun et continuent de les développer. Ces investissements devraient soutenir la demande en matériel roulant et en équipements ferroviaires pendant plusieurs années.

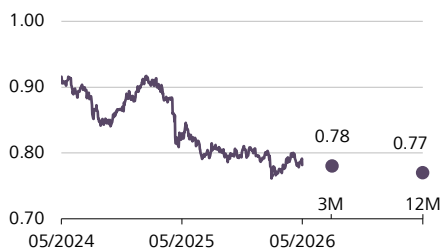
Monnaies



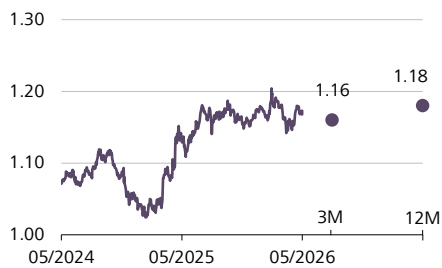
PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

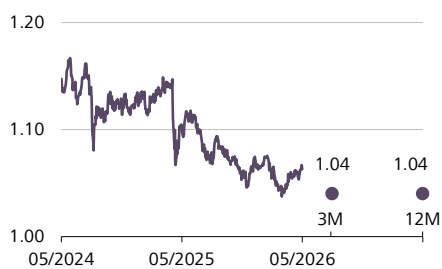
La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu ses taux directeurs stables en avril. Les gardiens de la monnaie observent toutefois avec inquiétude la pression inflationniste croissante dans la zone monétaire. Dans ce contexte, les acteurs du marché anticipent une hausse des taux d'intérêt cet été. Cette estimation a largement soutenu l'euro le mois dernier. Entretemps, le franc suisse devrait profiter à terme des incertitudes persistantes au Proche-Orient malgré la fin fictive de la guerre annoncée par les Etats-Unis. Nous prévoyons donc un maintien à un niveau stable de la paire de devises EUR / CHF légèrement au-dessous du niveau actuel du cours, à 0.91.

**USD/CHF**

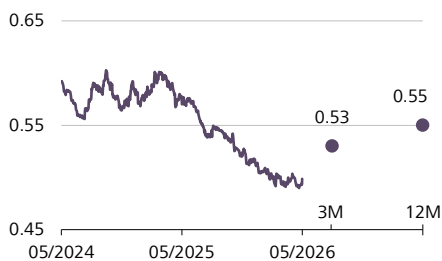
Fin avril, la Réserve fédérale américaine (Fed) n'a pas touché à son taux directeur. Elle préfère ainsi soutenir le marché de l'emploi plutôt que de lutter contre l'inflation. Entretemps, le dollar a cédé en avril une partie des gains de cours qu'il avait réalisés par rapport au franc suisse après le déclenchement du conflit au Proche-Orient. A la fin du mois, il en résultait une perte de 2,3%. A terme, l'affaiblissement de l'économie américaine, la hausse de l'inflation due à la guerre, le déficit chronique du budget de l'Etat ainsi que la politique erratique du président Trump devraient de nouveau revenir au centre des préoccupations des acteurs du marché. Nous avons revu nos prévisions à la baisse pour l'USD / CHF.

**EUR/USD**

Le détroit d'Ormuz, par qui transitent environ 20% du pétrole brut mondial, reste fermé et les prix de l'énergie augmentent accroissant la pression inflationniste dans la zone euro. De nombreux acteurs du marché tablent donc sur une hausse des taux par la BCE donnant ainsi un coup de pouce à l'euro: par rapport au dollar US, la devise européenne s'est renchérie de 1,5% en avril. Notre scénario de base prévoit un apaisement au Moyen-Orient d'ici à l'été. En conséquence, le billet vert devrait perdre l'attrait dont il jouit en raison de la crise auprès des investisseurs. Nous avons relevé nos prévisions pour la paire de devises EUR / USD à respectivement 1.16 et 1.18.

**GBP/CHF**

La livre sterling s'est appréciée de 0,5% par rapport au franc suisse le mois dernier. Les spéculations des acteurs du marché selon lesquelles la Bank of England (BoE) relèverait ses taux directeurs à terme en raison de la pression inflationniste croissante, tandis que la Banque nationale suisse (BNS) ne les bougerait pas, lui ont donné une certaine impulsion. A notre avis, le cours GBP / CHF semble toutefois avoir dépassé son plafond. En effet, la marge de manœuvre de la BoE est fortement limitée au vu de l'affaiblissement persistant de la conjoncture économique. A court et moyen terme, nous prévoyons la paire de devises sous le prix spot actuel, à 1.04.

**JPY/CHF***

Le conflit iranien a incité la Bank of Japan (BoJ) à relever ses prévisions d'inflation pour l'exercice fiscal en cours à 2,8% et à réduire de moitié ses prévisions de croissance pour atteindre 0,5%. Dans ce contexte, elle a maintenu son taux directeur inchangé à 0,75% en avril. Mais comme la décision a été prise à une très faible majorité, les acteurs du marché s'attendent très probablement à une hausse lors de la prochaine réunion de juin. Pendant ce temps, le yen japonais a poursuivi sa chute face au franc suisse, affichant une baisse de 1% à la fin du mois. Compte tenu de ce qui précède, nous avons diminué nos prévisions JPY / CHF à respectivement 0.53 et 0.55.

* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (croissance annuelle moyenne en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse*	1.3	1.2	1.4	0.9	1.4
Zone euro	0.6	0.8	1.5	0.8	1.3
États-Unis	2.9	2.8	2.1	2.0	1.9
Chine**	5.2	5.0	5.0	4.0	4.0
Japon	0.7	-0.2	1.2	0.4	0.9
Monde (PPP)	3.5	3.3	3.2	2.8	2.8

Inflation (moyenne annuelle en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse	2.1	1.1	0.2	0.5	0.9
Zone euro	5.5	2.4	2.1	2.4	2.0
États-Unis	4.1	3.0	2.7	3.7	2.4
Chine	0.2	0.2	0.1	1.1	0.8
Japon	3.3	2.7	3.2	2.3	2.0



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (fin d'année en %)**

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
EUR	3.00	2.00	2.00	2.00	2.00
USD	4.25-4.50	3.50-3.75	3.50-3.75	3.50-3.75	3.25-3.50
JPY	0.25	0.75	0.75	1.00	1.00

Taux du marché des capitaux (rendements des obligations d'Etat à 10 ans; fin d'année en %)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.27	0.28	0.36	0.40	0.50
EUR (Allemagne)	2.36	2.85	3.02	2.90	3.00
USD	4.57	4.17	4.39	4.50	4.50
JPY	1.09	2.06	2.50	2.50	2.30

Taux de change (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	0.91	0.91
USD/CHF	0.90	0.79	0.78	0.78	0.77
JPY/CHF (x 100)	0.58	0.51	0.50	0.53	0.55
EUR/USD	1.04	1.17	1.18	1.16	1.18
GBP/CHF	1.14	1.07	1.06	1.04	1.04

Matières premières (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	75	61	100	90	70
Or (USD/once)	2'625	4319	4'722	5250	5'500

*corrigé des événements sportifs **les chiffres du PIB sont plus controversées dans leur exactitude que dans d'autres pays et devraient être considérées avec une certaine réserve ****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 ****08.05.2026

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2022	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
PIB réel, variation en %	3.5	1.2	1.2	1.4	0.9	1.4
Consommation privée	4.9	1.4	2.4	1.5	1.4	1.6
Consommation publique	-0.6	1.4	1.3	1.0	0.6	0.7
Dépenses de biens d'équipement	4.7	3.8	1.2	-0.5	0.9	2.1
Investissements dans le bâtiment	-6.9	-1.5	-1.4	-0.5	1.3	1.6
Exportations	5.8	-2.0	3.0	2.0	0.0	2.8
Importations	6.6	1.1	3.7	4.0	2.4	3.2
Taux de chômage en %	2.2	2.0	2.4	2.8	3.1	3.1
Inflation en %	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5	0.9

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zurich
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.