

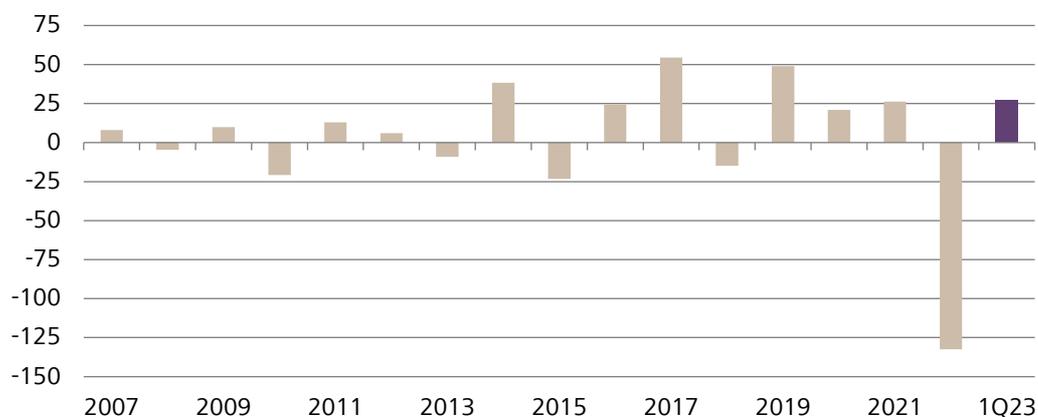
# Check conjoncturel

L'économie européenne n'a pas subi de récession due à la crise de l'énergie et, aux Etats-Unis, la conjoncture s'est elle aussi bien défendue. Comme, en même temps, l'inflation reste à un niveau encore bien trop élevé malgré l'atténuation de la pression sur les prix des étapes préliminaires, la BCE voit surtout le travail qu'il reste à faire. Pendant ce temps, la Banque nationale suisse soutient encore Credit suisse par d'abondantes liquidités et poursuit ses ventes de devises pour ralentir en plus l'inflation importée.



## GRAPHIQUE DU MOIS: LA BNS ENGRANGE UN SUCCÈS INTERMÉDIAIRE

Résultat annuel, résultat intermédiaire (1T23) de la BNS, en mia. CHF



Source: BNS, Raiffeisen Economic Research

L'année dernière, la BNS a essuyé une perte record de 132 milliards de francs causée par un mélange de pertes de cours et de taux de change sur son immense portefeuille de devises. Une reprise sur les marchés des actions, le prix élevé de l'or et des prévisions de taux moins élevées ont à nouveau entraîné un important gain intermédiaire de 26,9 milliards de francs au premier trimestre.

Cela ne signifie toutefois pas que la Confédération et les cantons puissent tout de suite budgéter une juteuse distribution l'an prochain. En raison du montant négatif élevé de la réserve de distribution et de la constitution planifiée de nouvelles provisions pour les réserves monétaires, il faudrait que le bénéfice à la fin de cette année s'élève au minimum à 50 milliards de francs pour qu'une distribution soit possible. Toutefois, les effets de frein à attendre sur la conjoncture d'ici à la fin de l'année de par le resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis et en Europe pourraient vite entraîner encore des pertes, en particulier dans le portefeuille d'actions. De plus, la BNS veut un franc fort, et même plus fort en raison de l'écart d'inflation élevé, afin d'atténuer la pression sur les prix en provenance de l'étranger. Cela peut aussi

se traduire par de nouvelles pertes de change sensibles pour le portefeuille de devises.

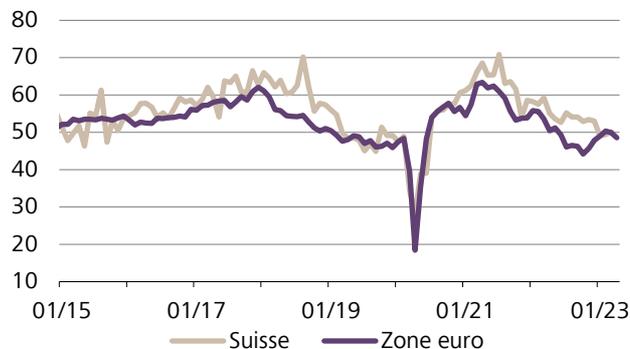
En outre, les propres relèvements des taux directeurs représentent une charge croissante pour le résultat commercial de la BNS. Depuis la dernière hausse à 1,5%, la banque centrale applique aussi ce taux à une grande partie des dépôts à vue des banques auprès de la BNS, ce qui signifie qu'elle résorbe les liquidités aux mêmes conditions en émettant ses propres bons et en concluant des pensions de titres afin de maintenir effectivement aussi le SARON à un niveau proche du taux directeur de la BNS. Alors qu'elle a encore engrangé, avec les taux négatifs, des gains d'intérêts de 1,3 milliard de francs avant le tournant dans la politique des taux en 2021, la BNS a déjà enregistré des pertes de plus de 6 milliards de francs au trimestre précédent calculées sur l'année. De nouveaux relèvements augmenteraient encore les coûts en conséquence. D'un autre côté, la BNS peut réduire les coûts en continuant de vendre des devises et même freiner ainsi plus directement la pression inflationniste importée, principale responsable de l'inflation suisse.

# Conjoncture



## PMI ACTIVITÉ DE PRODUCTION

Sondages directeurs d'achat (PMI) Industrie manufacturière

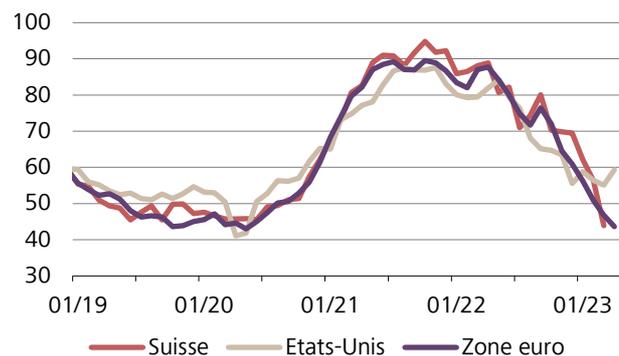


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## PMI PRIX D'ACHAT

Sondages directeurs d'achat (PMI) Industrie manufacturière

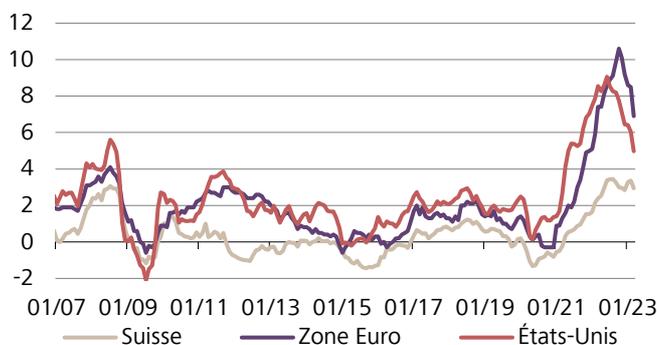


Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### Récession évitée

La crise de l'énergie a frappé l'économie européenne beaucoup moins fortement que redouté initialement. Au début du printemps, les stocks de gaz européens restent bien remplis et recommencent à se remplir. Les prix du gaz et de l'électricité sont loin des records atteints l'année dernière. Les entreprises et consommateurs européens peuvent visiblement respirer. Dans l'industrie en particulier, les perspectives qui se dessinent sont largement moins négatives qu'elles ne l'étaient encore à l'automne dernier. En outre, la diminution des goulets d'étranglement ainsi que la rapide reprise conjoncturelle qui a eu lieu en Chine après la fin de la politique zéro Covid contribuent à stabiliser la dynamique industrielle. Il a ainsi été possible d'éviter complètement une récession dans la zone euro au tournant de l'année. Le PIB a tout de même légèrement augmenté de 0,1% au premier trimestre.

### Dynamique insuffisante

Une forte accélération de la conjoncture n'est cependant pas attendue. Même si les perspectives sont moins sombres, les fabricants continuent de signaler une chute sensible des entrées de commandes et une dynamique insuffisante dans l'activité de production. Le boom de la demande mondiale de biens dû à la pandémie a pris fin. De plus, les fortes augmentations des taux appliquées par les banques centrales commencent à déployer toujours plus leur effet de frein. Entre-temps, en particulier les secteurs sensibles aux taux comme l'immobilier font toujours plus face à un vent contraire, et la demande de crédit connaît une baisse sensible de manière générale. Bien que le «sauvetage» de Credit Suisse ait évité une crise du système financier suisse, permettant de maintenir intégralement la capacité fonctionnelle de la place financière, nous attendons donc toujours pour cette année, en Suisse aussi, une croissance du PIB inférieure à la moyenne d'environ 1%, contre 2,1% l'année précédente.

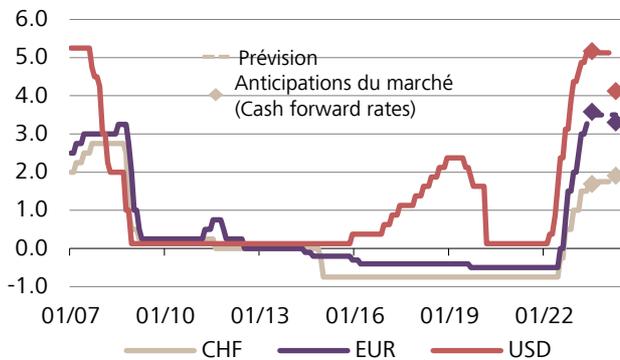
### Anticipations de prix divergentes

L'affaiblissement de la demande de biens a récemment continué de réduire les goulets d'étranglement. Les délais d'attente diminuent rapidement et les coûts d'achat dans l'industrie enregistrent à nouveau une baisse substantielle selon les estimations des directeurs d'achats. Les fabricants européens en particulier voient ainsi moins de nécessité à continuer d'augmenter les prix de vente. Ainsi, un ralentissement de la pression sur les prix se fait aussi sentir avec retard sur les prix des consommateurs finaux en Europe. En Suisse, cette tendance devrait être davantage soutenue dans les mois à venir par le franc fort et les hausses de salaires nettement plus modérées que dans les pays voisins. Aux Etats-Unis en revanche, on constate qu'il ne sera pas aussi facile qu'espéré un peu partout d'atteindre l'objectif d'inflation après une rapide correction initiale du taux d'inflation et en présence d'une demande de consommation toujours robuste. Contrairement à l'Europe, les estimations de prix des entreprises n'y ont récemment pas continué de baisser mais ont même à nouveau légèrement augmenté, tout comme les attentes d'inflation à court terme des consommateurs.

# Taux d'intérêt



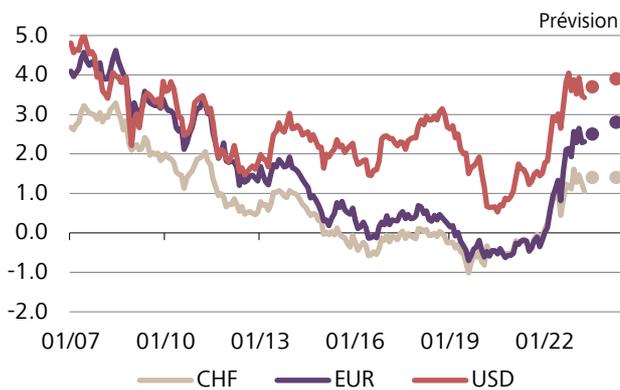
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



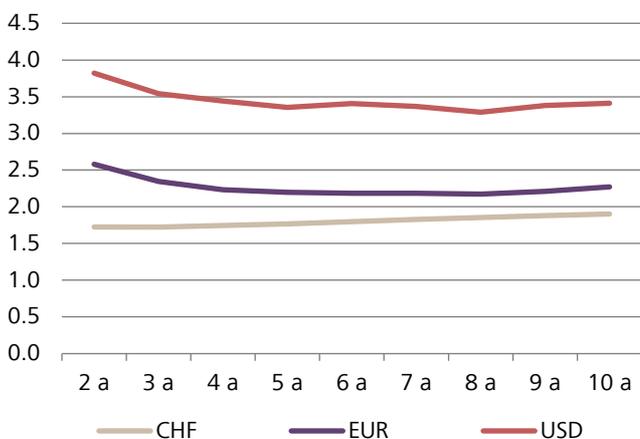
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT: 05.05.23), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed proche du niveau cible

Les banques centrales ont continué de relever les taux au début de l'année en raison du niveau trop élevé d'inflation. La banque centrale américaine n'a pas non plus interrompu son cycle de raffermissement à cause du stress dans le secteur bancaire américain. Les dommages collatéraux des taux plus élevés dans le système financier renforcent cependant les effets du raffermissement de la politique monétaire, ce qui devrait rendre superflues de nombreuses nouvelles hausses des taux aux Etats-Unis. Jusqu'ici, la capacité de résistance de l'économie et surtout la solidité persistante du marché de l'emploi ont plaidé, d'un autre côté, contre un rapide revirement de la politique des taux, comme cela est attendu déjà pour le deuxième semestre sur les marchés des taux d'intérêt. Malgré le fléchissement de la pression sur les prix, l'objectif d'inflation de 2% semble encore bien loin. Sans signaux plus convaincants indiquant un ralentissement plus solide de la conjoncture, nous nous attendons par conséquent plutôt à des taux à long terme en USD à nouveau un peu plus élevés dans les mois à venir.

### La BCE pas au bout de ses peines

Les membres du conseil de la BCE se sont montrés récemment moins préoccupés par la venue du stress bancaire dans la zone euro. Les données du marché financier doivent certes être aussi prises en compte de manière plus sérieuse. Mais l'accent reste davantage placé sur le niveau bien trop élevé de l'inflation. Au vu de l'inflation de base qui n'a cessé d'augmenter jusqu'ici et des effets nettement moins dramatiques de la crise de l'énergie pour l'économie, le travail n'est pas encore terminé. Après plusieurs relèvements de grande ampleur, les taux directeurs peuvent toutefois maintenant être aussi poussés vers le haut plus doucement. Le besoin d'action encore plus grand qu'aux Etats-Unis se reflète aussi dans les prévisions de taux qui récemment n'ont pas montré de correction comparable à celles des Etats-Unis pour la zone euro. Les taux euro à long terme affichent depuis le début de l'année une tendance plus ou moins latérale avec des fluctuations.

### La BNS réduit la montagne de devises

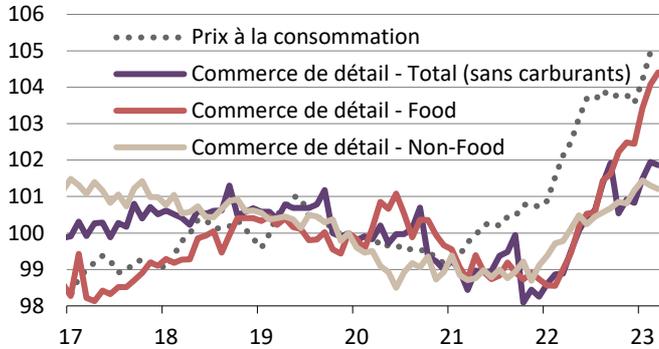
Lors de sa réunion de mars, la BNS a aussi constaté une pression sur les prix encore accrue. Vu que, en même temps, on ne s'attend pas à ce que la reprise de Credit Suisse par l'UBS ordonnée par l'Etat engendre des effets directs négatifs pour l'économie réelle, le directoire de la BNS a considéré qu'un nouveau relèvement du taux directeur de 50 points de base à 1,5% s'imposait. La BNS n'exclut en outre pas de nouvelles hausses des taux; avec sa prévision d'inflation à moyen terme de 2,1%, elle montre même qu'elle juge nécessaire d'agir un peu plus. Etant donné que la pression sur les prix des étapes préliminaires ne cesse de diminuer et que la BNS freine activement l'inflation importée par des ventes de devises, nous voyons de bonnes chances que, après une dernière légère hausse des taux en juin, cela ne soit plus nécessaire par la suite. Après des ventes de devises 27,3 milliards de francs au dernier trimestre 2022, les chiffres de bilan mensuels de la BNS indiquent une nouvelle réduction sensible de sa montagne de devises aussi pour le premier trimestre.

# Branches suisses



## COMMERCE DE DÉTAIL

Prix dans le commerce de détail, déc. 2019 = 100

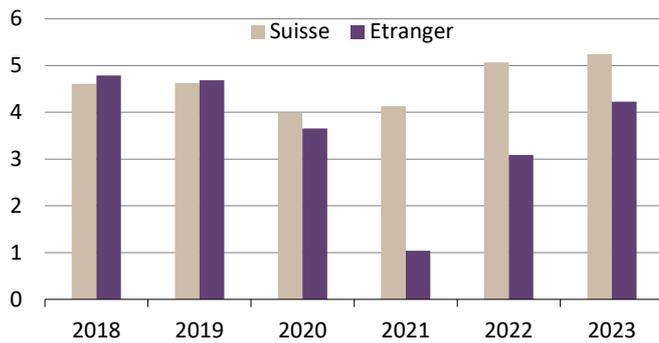


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## NUITÉES

Premier trimestre, en mio et selon l'origine des hôtes

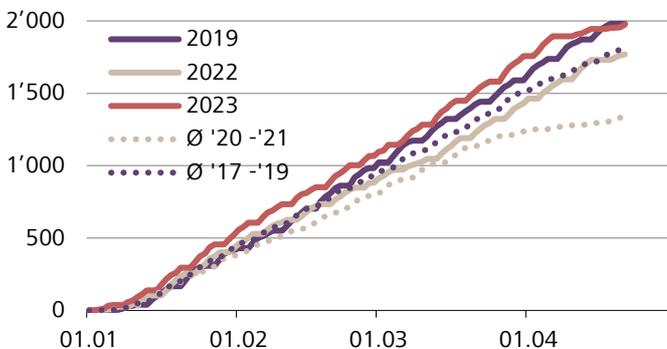


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



## FAILLITES DE SOCIÉTÉS

Cumulées depuis le début de l'année



Source: Statistisches Amt Kanton ZH, Raiffeisen Economic Research

### Les prix des denrées alimentaires augmentent sensiblement

Au premier trimestre 2023, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont à nouveau progressé, mais cette fois aussi grâce aux seules augmentations des prix. Le volume des ventes a stagné. Les prix des denrées alimentaires en particulier ont encore pris l'ascenseur. Au début de l'année, le segment non alimentaire a aussi enregistré des hausses de prix mais la tendance ne s'est pas poursuivie, contrairement à ce qu'a connu le segment des denrées alimentaires. L'augmentation générale des prix à la consommation réduit le pouvoir d'achat des ménages et continue de saper leur moral. La consommation est cependant soutenue par les chiffres de l'emploi toujours en hausse et l'immigration qui reste forte. Dans le commerce de détail, la dynamique de croissance ralentit à cause notamment de la consommation accrue de prestations de service. Et dans ce segment, la demande de consommation reste élevée comme le montre le nombre de transactions par carte quotidiennes.

### Bilan mélangé pour la saison de ski

La demande dans le tourisme intérieur reste elle aussi robuste malgré l'augmentation des prix. Au premier trimestre, le nombre de nuitées de clients suisses a aussi été sensiblement supérieur au niveau d'avant la pandémie, et cela malgré la fréquence accrue des voyages à l'étranger. Au total, la saison de ski offre toutefois un tableau mélangé en raison du manque de neige dans les régions de basse altitude. Suivant la région et l'altitude, le nombre de clients a été très variable. Cependant, la plupart des exploitations sont confiantes pour la saison d'été et attendent à nouveau un effet de rattrapage, cette fois surtout en lien avec les clients chinois qui peuvent désormais voyager à nouveau librement. Durant le semestre d'été d'avant la pandémie, les touristes en provenance de Chine représentaient plus de 1 million des nuitées, soit environ 7% de tous les hôtes étrangers.

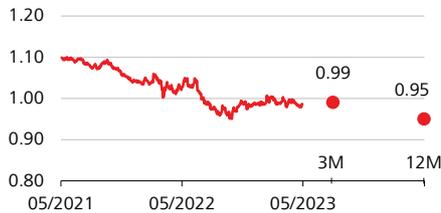
### Plus de faillites mais pas de vague

Un effet de rattrapage se fait aussi sentir dans le nombre de faillites de sociétés qui a fortement augmenté durant les derniers mois. On ne peut cependant parler d'une véritable vague. Le nombre total de sociétés, qui s'élève à plus de 600'000, augmente en moyenne de 1% par an et, comparé à cela, le nombre de faillites reste modeste. En outre, la récente hausse n'a pas encore compensé l'évolution inférieure à la moyenne des faillites pendant la pandémie. Les entreprises particulièrement touchées sont celles qui auraient quitté le marché depuis longtemps sans les crédits Covid. Il n'y a par ailleurs aucun signe d'une vaste aggravation du climat des affaires. La dynamique dans la création d'entreprises reste par exemple très élevée.

## Devises



## PREVISIONS

**EUR/CHF**

Les risques conjoncturels demeurent élevés et les craintes de nouvelles turbulences dans le secteur bancaire restent actuelles parmi les investisseurs. En conséquence, le franc suisse était de nouveau demandé comme valeur refuge en avril. L'euro est ainsi temporairement passé de nouveau sous la barre de 0.98. Nous voyons, à moyen terme, un nouveau potentiel à la baisse de la monnaie unique. Car selon nous, les risques d'une récession en Europe, provoquée par des taux d'intérêt accrus et une inflation persistante, ne sont pas suffisamment reflétés dans le cours EUR / CHF. Nos prévisions actuelles à trois et à douze mois restent inchangées.

**USD/CHF**

Le dollar américain a atteint son plus bas niveau depuis début 2021, affichant 0.8851 franc en avril. Le cours a chuté de 2,3% à la fin du mois. La faiblesse persistante du billet vert est principalement due à la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed). Par conséquent, les taux d'intérêt devraient atteindre leur pic. A cela s'ajoute la politique d'octroi de crédits plus stricte des banques qui amplifie les risques conjoncturels aux Etats-Unis. Le dollar est en outre confronté à des vents contraires supplémentaires en raison du différend au sein du parlement sur le plafond de la dette. Selon nous, le cours USD / CHF anticipe toutefois de nombreux facteurs négatifs. Nous voyons donc la paire de devises légèrement plus élevée à moyen terme.

**EUR/USD**

Par rapport à la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne (BCE) est à la traîne dans le cycle de hausse des taux d'intérêt. Elle devra donc encore relever les taux d'intérêt afin de maîtriser l'inflation persistante dans la zone euro (avril: 7,0%), ce qui donnera un élan supplémentaire à la monnaie commune par rapport au dollar américain. Lors de sa récente appréciation, l'EUR est passé au-dessus de 1.10, malgré un risque de récession élevé en Europe. Nous prévoyons donc une nette baisse de la paire de devises EUR / USD pour l'année, à 1.05.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne a connu une baisse minime en mars, mais a maintenu un niveau à deux chiffres. Dans le même temps, le taux de base a stagné, ce qui indique que l'inflation est largement ancrée dans l'économie. La Bank of England (BoE) continuera probablement d'augmenter les taux d'intérêt. Ainsi, les risques pour la conjoncture augmentent, ce qui pèse sur la livre sterling. La monnaie britannique a, de ce fait, perdu 0.4% en avril par rapport au franc suisse. Nous pensons que le cours GBP / CHF anticipe toutefois trop de facteurs négatifs. En outre, la sous-évaluation chronique plaide en faveur de la livre à moyen terme. Nos prévisions sur douze mois se situent à 1.20 franc.

**JPY/CHF\***

Au Japon, aucun changement imminent de politique monétaire ne se dessine, même sous le nouveau chef de la banque centrale, Kazuo Ueda. Lors de sa séance d'avril, la Bank of Japan (BoJ) a laissé entrevoir la perspective d'une révision complète de sa stratégie, mais a maintenu le taux directeur à -0,10%. Le yen japonais a continué de perdre du terrain le mois dernier, en analogie au franc suisse. Affichant 0.65 franc, il a provisoirement atteint un niveau aussi bon marché qu'au début des années 1980. Tôt ou tard, la BoJ ne pourra toutefois pas éviter de relever les taux d'intérêt. Nous nous attendons à un yen plus fort sur l'ensemble de l'année.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-2.5	4.2	2.1	1.0	1.2
Zone euro	-6.8	5.2	3.4	0.0	0.5
Etats-Unis	-2.8	5.9	2.1	0.5	1.0
Chine	2.3	8.1	3.0	5.0	4.5
Japon	-4.8	1.9	1.1	1.0	1.0
Global (PPP)	-3.0	6.2	3.4	2.2	2.8

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
Suisse	-0.7	0.6	2.8	2.5	1.4
Zone euro	0.3	2.6	8.4	5.5	2.0
Etats-Unis	1.2	4.7	8.0	4.0	2.5
Chine	2.5	0.9	2.0	2.5	2.0
Japon	0.0	-0.3	2.5	2.0	1.5



## MARCHÉS FINANCIERS

## Taux directeurs (Fin d'année en %)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.75	1.00	1.50	1.75	1.75
EUR	-0.50	2.00	3.25	3.25	3.50
USD	0.00-0.25	4.25-4.50	5.00-5.25	5.00-5.25	5.00-5.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00

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

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	-0.15	1.58	0.99	1.40	1.40
EUR (Allemagne)	-0.18	2.57	2.24	2.50	2.80
USD	1.51	3.87	3.39	3.70	3.90
JPY	0.07	0.41	0.42	0.50	0.75

## Cours de change (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	1.04	0.99	0.98	0.99	0.95
USD/CHF	0.91	0.92	0.88	0.92	0.90
JPY/CHF (x 100)	0.79	0.71	0.66	0.72	0.74
EUR/USD	1.14	1.07	1.10	1.08	1.05
GBP/CHF	1.23	1.12	1.12	1.15	1.20

## Matières premières (Fin d'année)

	2021	2022	Actuel.*	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	78	86	73	80	80
Or (USD/once)	1829	1824	2046	2070	2000

\*05.05.2023

## Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES

	2019	2020	2021	2022	Prévision 2023	Prévision 2024
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
Consommation des ménages	1.2	-4.2	1.7	4.0	1.2	0.8
Consommation publique	0.8	3.5	3.5	-0.5	-0.2	0.2
Dépenses de biens d'équipement	1.8	-4.2	8.1	1.1	3.5	1.5
Investissements dans le bâtiment	-0.9	-1.0	-3.0	-4.3	-1.8	0.5
Exportations	1.6	-5.0	10.9	4.1	2.8	2.1
Importations	2.8	-6.0	5.0	5.6	2.3	1.9
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>1.4</b>

## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste  
The Circle 66  
8058 Zürich-Flughafen  
[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/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.