

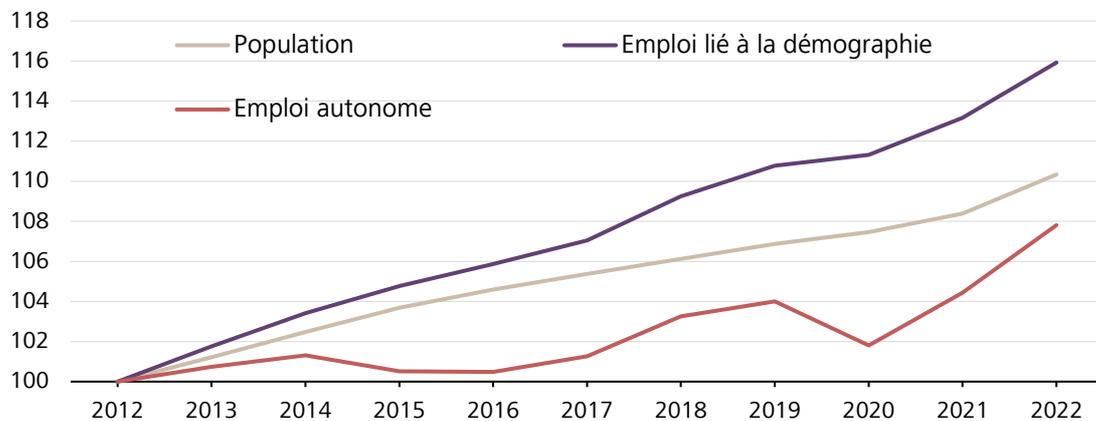
# Check conjoncturel

La hausse des exportations liée aux droits de douane a stimulé le PIB suisse durant les premiers mois de l'année, mais la tendance s'est aujourd'hui inversée. De nombreux exportateurs envisagent les mois à venir avec un certain scepticisme. Malgré une demande intérieure stable, la croissance pourrait bien rester modeste d'ici à la fin de l'année. Considérant que le début d'année a été plus dynamique que prévu, nous avons malgré tout légèrement relevé nos prévisions pour le PIB de 2025, à 1,1%. La BNS table sur une moyenne annuelle tout aussi modérée. Excepté en cas de nécessité, la Banque nationale n'entend toutefois pas revenir à des taux négatifs à la légère en raison de leurs répercussions négatives, plaçant la barre plus haut que dans un contexte de taux positifs.



## GRAPHIQUE DU MOIS: CROISSANCE ALIMENTÉE PAR LA DÉMOGRAPHIE

Indices (2012 = 100)



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

La croissance se poursuit en Suisse mais, au cours des deux dernières années, elle n'a été que quantitative. Le PIB par habitant a même légèrement baissé. Outre la croissance démographique, la productivité et le nombre d'heures travaillées, des facteurs structurels jouent également un rôle.

Du point de vue de l'emploi, la Suisse connaît une croissance plus forte dans les secteurs liés à la démographie, à savoir ceux qui sont fortement influencés par l'évolution de la population, tout particulièrement la santé. En revanche, la croissance de l'emploi autonome ou indépendante de l'évolution démographique est plus faible, voire en recul dans l'industrie. Entre 2012 et 2022, la croissance a été alimentée à 76% par la démographie. L'emploi dans ces secteurs a enregistré une augmentation supérieure à celle de la population, à 1,5% par an en moyenne. En revanche, l'emploi autonome n'a progressé que de 0,8%.

Il existe de profondes disparités régionales: alors que certains bassins d'emploi stagnent, voire déclinent, d'autres, comme le tourisme ou les services à forte intensité de connaissances,

affichent une croissance autonome solide. Le cas de la Suisse romande est particulièrement frappant, car elle résiste à la désindustrialisation généralisée. Zurich se démarque également: la région a été à l'origine de plus de 40% de la croissance autonome entre 2012 et 2022, principalement grâce aux services florissants dans les secteurs de l'informatique et du conseil aux entreprises.

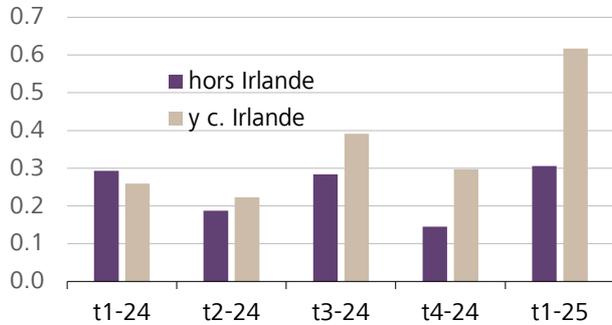
Une croissance qualitative dans les secteurs autonomes est essentielle pour la compétitivité à long terme de la Suisse. Cependant, elle comporte aussi des risques, car une part élevée n'entraîne pas automatiquement davantage d'emploi et peut conduire à une dépendance vis-à-vis de secteurs clés, tels que l'industrie pharmaceutique. En revanche, les secteurs liés à la démographie ont un effet stabilisateur, car ils sont moins sensibles aux fluctuations conjoncturelles et aux crises mondiales. Tout dépend donc de leurs proportions respectives. De plus amples informations à ce sujet sont disponibles dans notre nouvelle étude: [La croissance économique en Suisse, une expansion uniquement quantitative?](#)

# Conjoncture



## EFFET SUR LE PIB DE L'IRLANDE

PIB de la zone euro, en % par rapport au trimestre précédent

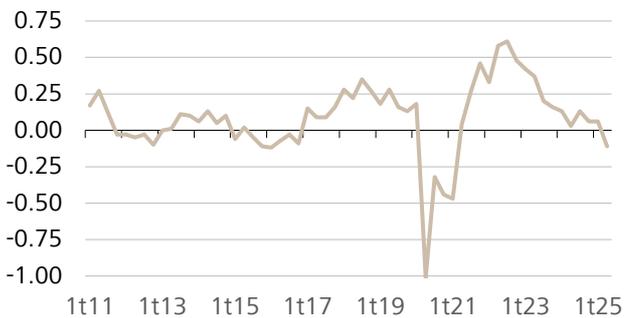


Source: Eurostat, Raiffeisen Economic Research



## MARCHÉ DU TRAVAIL SUISSE

Enquête de la BNS sur la pénurie de main-d'œuvre

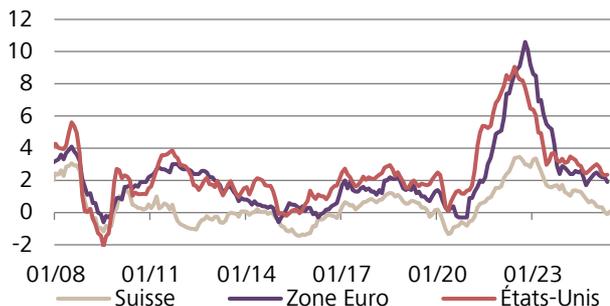


Source: BNS, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

## Données économiques fluctuantes

La politique douanière de Donald Trump bouleverse le commerce mondial. Certes, la désescalade dans la guerre commerciale avec la Chine a apaisé les pires craintes, mais les droits de douane sur les importations chinoises, à au moins 30%, restent extrêmement élevés. Il faut également y ajouter les droits de douane sectoriels et les droits minimaux généraux réciproques de 10%. L'ensemble suffit à faire peser une charge réelle sur le commerce mondial et à influencer les flux commerciaux. Par ailleurs, les effets induits par l'anticipation des tarifs douaniers annoncés et par les craintes de droits supplémentaires faussent les données commerciales dans une mesure qui peut être considérable. En Suisse, ces facteurs ont contribué au premier trimestre à la croissance du PIB de 0,8%, nettement supérieure à la moyenne, principalement en raison d'une poussée des exportations pharmaceutiques vers les États-Unis. Les exportations ont néanmoins subi une correction d'une ampleur similaire au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, ce qui grèvera à nouveau le PIB. La situation est similaire dans la zone euro, qui affichait en début d'année une croissance exagérément élevée de 0,6%. L'Irlande qui, malgré sa petite taille, est un carrefour pharmaceutique mondial, y a contribué à elle seule pour plus de la moitié.

## Les perspectives restent mitigées

La tendance sous-jacente de la croissance reste timide en Europe. En Allemagne, malgré le vent contraire de la politique douanière, les indicateurs laissent de plus en plus entrevoir au moins une stabilisation dans l'industrie. Au-delà du court terme, l'optimisme grandit dans la perspective d'impulsions résultant des programmes d'investissement prévus. Dans les autres grands pays de la zone euro, les attentes restent toutefois plus modérées eu égard à l'intensification des pressions visant une consolidation budgétaire, en particulier en France. Les entreprises suisses se montrent, elles aussi, plus prudentes dans le sillage du long ralentissement industriel et au vu des tarifs douaniers. Elles prévoient notamment de réduire leurs effectifs dans l'industrie des machines et la métallurgie. Dans l'ensemble, les plans d'embauche des entreprises continuent d'indiquer une croissance modérée des effectifs. Or, la pénurie de main-d'œuvre n'est plus supérieure à la moyenne à ce jour. Les perspectives moins positives du marché de l'emploi n'incitent pas non plus les consommateurs à acheter, malgré la nouvelle remontée des salaires réels.

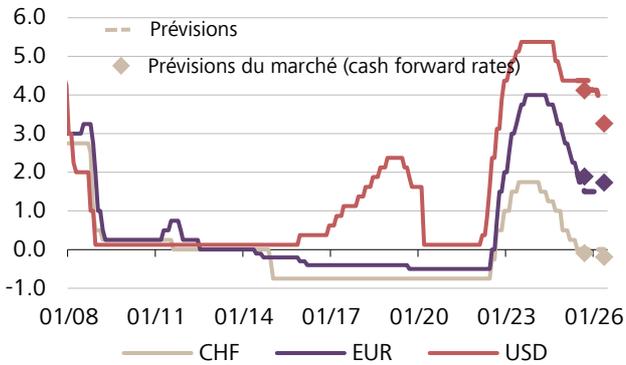
## De risques accrus de hausses de prix à une déflation

Aux États-Unis, l'inflation a été étonnamment modérée ces derniers mois. Or, le ministère des finances fait état de recettes douanières de plus en plus abondantes. Et les prix à l'importation stables permettent de conclure qu'elles sont principalement supportées par les importateurs américains. Ces faits laissent entrevoir des tensions au niveau des prix dans le pays, ce qui devrait également entraîner une hausse de l'inflation, avec un certain retard, au second semestre. En Europe, en revanche, les entreprises ne témoignent pas d'une pression accrue sur les prix. Dans la zone euro, la désinflation se poursuit, avec un ralentissement de la dynamique des salaires. En Suisse, le franc fort, en conjonction avec la baisse des prix de l'énergie, entraîne même une légère déflation. La demande intérieure stable ne plaide toutefois pas en faveur d'un recul des prix plus important à grande échelle.

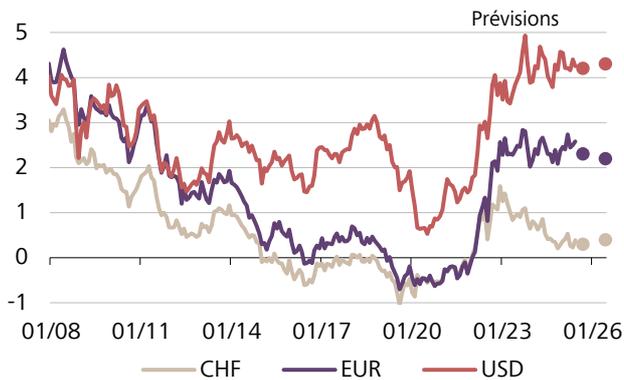
# Taux d'intérêt



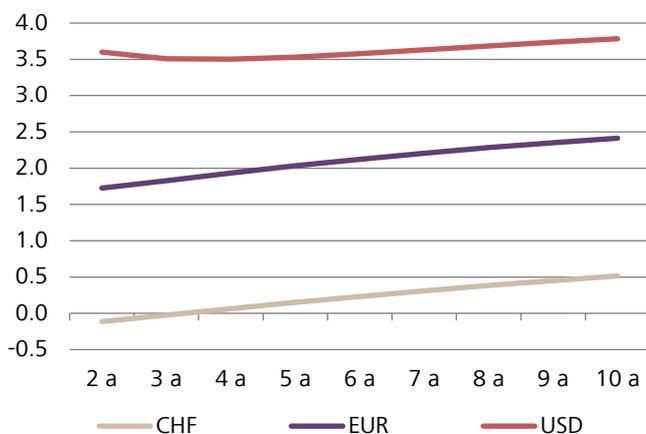
## TAUX DIRECTEURS, EN %



## OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



## COURBE DES TAUX (AU 07.07.2025), EN %



### La Fed en bonne position

Après la désescalade douanière avec la Chine, la banque centrale américaine ne voit plus de risques baissiers aigus pour la conjoncture américaine. Les inquiétudes quant à de plus fortes hausses des prix demeurent en revanche importantes, même si les prix à la consommation sont restés modérés ces derniers temps. Le contexte ne justifie aucune baisse préventive des taux, surtout tant que le marché de l'emploi reste solide. Le taux cible des fonds de la Fed reste inchangé à 4,375% depuis la dernière baisse en décembre. Le président de la Fed, Jerome Powell, a souligné que les effets des droits de douane sur les prix pourraient être de courte durée, mais qu'il ne fallait pas risquer de déstabiliser les anticipations de prix à long terme. Dans l'ensemble, les banquiers centraux américains se considèrent en bonne position et ne perçoivent aucune raison de se hâter d'assouplir rapidement la politique des taux d'intérêt, qui n'est plus que légèrement restrictive.

### La BCE s'approche d'un terme

De son côté, la BCE a de nouveau baissé ses taux directeurs en juin. A 2,0%, le taux de dépôt est désormais proche du niveau neutre estimé. Et comme la BCE s'attend à moyen terme à ce que l'inflation oscille autour du niveau cible, le cycle des taux s'achève lentement. Dans ce cadre, la banque centrale s'estime elle aussi bien positionnée pour faire face à l'incertitude actuelle. La BCE ne donne plus d'orientation pour la trajectoire des taux d'intérêt. Avec les risques baissiers prédominants, nous distinguons toutefois encore une marge de manœuvre pour quelques réductions supplémentaires cette année, même si plusieurs membres du Conseil appellent à faire une pause lors de la prochaine réunion en juillet.

### La BNS passe à zéro

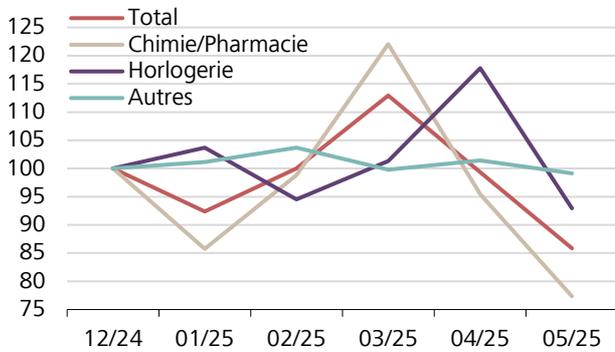
La BNS a également baissé son taux directeur à zéro en juin, au motif d'une nouvelle baisse de la pression inflationniste, causée principalement par les effets conjoncturels négatifs de la politique douanière américaine. Elle table néanmoins toujours sur une croissance modérée de l'économie suisse, qui ne justifiait pas forcément une réaction plus forte. Par ailleurs, la BNS est consciente que les taux négatifs ont des effets secondaires indésirables et mettent en difficulté les acteurs des marchés financiers. C'est pourquoi elle ne prendrait pas une décision de réintroduction à la légère. La barre est placée plus haut que lors de la forte baisse préventive des taux en décembre dans un contexte de taux positifs. Nous estimons donc que les chances que la BNS évite les taux d'intérêt négatifs sont encore bonnes. La BNS se montre toutefois prête à agir si les risques baissiers venaient à augmenter considérablement. Comme les marchés des taux d'intérêt avaient en partie spéculé sur une baisse plus importante, les taux à long terme sur le marché des capitaux en CHF ont légèrement augmenté à la suite de la petite intervention de la BNS. A l'heure actuelle, les taux du marché des capitaux devraient tout au plus passer légèrement sous la barre de zéro.

# Secteurs suisses



## EXPORTATIONS

Corrigées des variations saisonnières, indexées (déc. 2024 = 100)



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

### Les exportations baissent nettement au deuxième trimestre

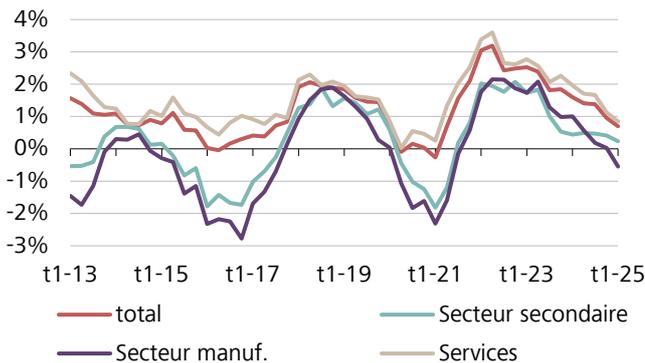
Les exportations enregistrées de mars à mai ont été très volatiles en raison des effets d'anticipation liés aux tarifs douaniers américains. Les exportations vers les Etats-Unis ont d'abord fortement augmenté, avant de chuter brutalement, surtout pour ce qui concerne les médicaments et les montres. Non seulement ces deux produits d'exportation sont chers, mais ils peuvent également être transportés rapidement en grandes quantités.

L'explosion des exportations à court terme a entraîné une forte croissance du PIB au premier trimestre, mais le risque inverse plane à présent pour les trimestres suivants. En mai, les exportations vers les Etats-Unis sont ainsi tombées à 60% de leur niveau de fin 2024. De plus, les droits de douane risquent également d'entraîner des effets indirects, par exemple en affaiblissant la demande mondiale. Ainsi, les exportations vers la zone euro et la Chine ont elles aussi sensiblement baissé ces derniers mois.



## CROISSANCE DE L'EMPLOI

Equivalents plein temps (EPT) par rapport à l'année précédente



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

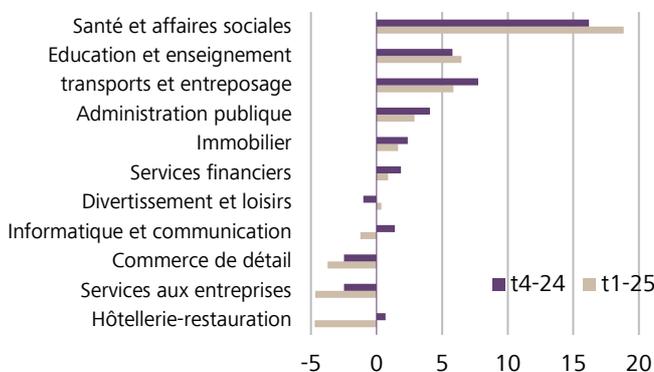
### L'emploi se contracte dans l'industrie manufacturière

La nouvelle politique commerciale des Etats-Unis frappe l'industrie suisse à un mauvais moment, car le secteur manufacturier est sous pression depuis un certain temps déjà, avec des conséquences perceptibles sur le marché de l'emploi. L'emploi, mesuré en équivalents plein temps, a ainsi reculé de 0,5% en glissement annuel au premier trimestre. Dans l'industrie MEM ainsi que dans quelques petites branches, l'emploi est en baisse depuis 2024. En début d'année, la branche «Appareils informatiques et horlogerie» a également enregistré une diminution.



## EMPLOI DANS LE SECTEUR TERTIAIRE

EPT, variation par rapport à l'année précédente, en milliers



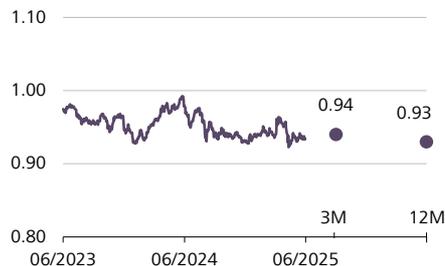
Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Au deuxième trimestre, la dynamique du marché de l'emploi s'est encore affaiblie, comme le montrent notamment les enquêtes auprès des entreprises. Cela vaut également pour le secteur des services, où la croissance de l'emploi est désormais également inférieure à la moyenne à long terme. Au premier trimestre, 27'500 nouveaux emplois seulement ont été créés dans le secteur tertiaire, soit une hausse de 0,8%. La croissance de l'emploi se concentre de plus en plus dans un petit nombre de secteurs, en particulier les branches proches de l'Etat et les secteurs qui profitent fortement de l'expansion démographique continue. Elle s'avère par contre faible dans les autres secteurs. L'emploi diminue notamment dans l'informatique et dans la recherche et le développement. En revanche, la baisse dans les services aux entreprises est principalement due au recul du secteur «Placement de main-d'œuvre» (-20%). L'évolution du travail temporaire est souvent un indicateur précoce de changements sur le marché du travail. La forte baisse du premier trimestre n'est donc pas un bon signe pour la courbe de l'emploi à l'avenir.

## Devises



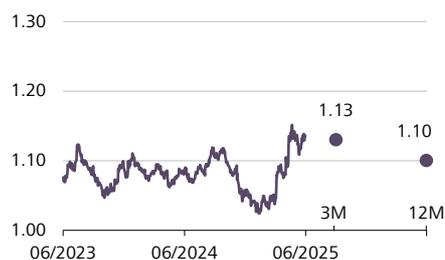
## PREVISIONS

**EUR/CHF**

En juin, l'euro est resté majoritairement stable. La tentative de se consolider au-dessus de la barre de 0.94 franc a pour l'instant échoué en raison de l'escalade militaire au Proche-Orient. Le franc était recherché comme valeur refuge et s'est renforcé à la fin du mois. Le fait que la Banque nationale suisse (BNS) ait abaissé son taux directeur à zéro n'a pas pesé dans la balance. Les perspectives conjoncturelles restent modérées, mais des impulsions positives proviennent tout de même de l'Allemagne, considérée comme poids lourd. Nous nous attendons également à un maintien à un niveau stable pour le reste de l'année.

**USD/CHF**

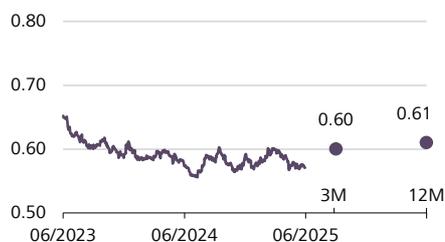
Le dollar s'affaiblit. Les perspectives conjoncturelles s'assombrissent. Dernièrement, la banque centrale américaine (Fed) a également réduit ses perspectives de croissance, après que l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a déjà réduit ses prévisions pour les Etats-Unis. L'effet de frein des droits de douane commerciaux devrait se manifester avec un certain retard. A cela s'ajoute un endettement toujours croissant. Beaucoup d'éléments sont toutefois déjà intégrés dans le cours actuel, c'est pourquoi nous anticipons un dollar américain légèrement plus fort sur un horizon d'un an.

**EUR/USD**

Alors que l'économie américaine s'assombrit et que la confiance des investisseurs pâtit de la politique douanière erratique du gouvernement, l'Europe gagne du terrain. Depuis des mois, les investisseurs et investisseurs réorientent leurs placements et investissent, entre autres, en Europe. Cela renforce la monnaie unique. Toutefois, comme l'euro s'est apprécié d'environ 13% par rapport au dollar US depuis le début de l'année et que la différence d'intérêt joue de plus en plus en faveur du dollar US, nous nous attendons à un taux EUR / USD légèrement inférieur à 1.10 sur douze mois.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne persiste. Il ne faut donc pas s'attendre à de nouvelles baisses des taux d'intérêt pour le moment. Parallèlement, les dernières données économiques ont déçu. Le risque de glisser vers la stagflation s'est donc accru. En juin, la livre britannique s'est dépréciée de 1,6% par rapport au franc suisse, et de 3,6% depuis le début de l'année. Nous pensons qu'une grande partie des nouvelles négatives sont ainsi intégrées dans le cours et que le taux préférentiel entraînera une appréciation de la livre.

**JPY/CHF\***

Le yen japonais a poursuivi sa chute en juin, perdant 3,6% face au franc suisse. Il est ainsi tombé à un niveau historiquement bas. L'une des raisons est le taux d'inflation élevé. Ainsi, l'inflation sous-jacente est actuellement à son plus haut niveau depuis plus de deux ans. En tant que pays exportateur, les entreprises japonaises profitent en principe d'une monnaie faible. Toutefois, les vents contraires proviennent actuellement des droits de douane américains. La Banque du Japon (BoJ) reste donc sollicitée. Sur douze mois, nous prévoyons également une appréciation modérée du yen à 0.61.

\* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

## Prévisions Raiffeisen (I)



## CONJONCTURE

## PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse*	2.9	1.2	0.9	1.1	1.0
Zone euro	3.6	0.6	0.8	0.9	1.0
Etats-Unis	2.5	2.9	2.8	1.3	0.9
Chine**	3.0	5.2	5.0	4.5	4.0
Japon	1.0	1.8	0.1	0.8	0.8
Global (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.7	2.6

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5
Zone euro	8.4	5.5	2.4	2.0	1.8
Etats-Unis	8.0	4.1	3.0	3.5	3.5
Chine	2.0	0.2	0.2	0.2	0.9
Japon	2.5	3.3	2.7	2.7	1.9



## MARCHÉS FINANCIERS

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

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	1.75	0.50	0.00	0.00	0.00
EUR	4.00	3.00	2.00	1.75	1.50
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50	3.50-3.75
JPY	-0.10	0.25	0.50	0.50	0.75

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

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.65	0.27	0.41	0.30	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.61	2.30	2.20
USD	3.88	4.57	4.36	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.46	1.40	1.20

## Cours de change (Fin d'année)

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.83	0.85
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.55	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.13	1.10
GBP/CHF	1.07	1.14	1.08	1.12	1.13

## Matières premières (Fin d'année)

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	77	75	69	75	70
Or (USD/once)	2063	2625	3311	3450	3500

\*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 \*\*\*07.07.2025

## Prévisions Raiffeisen (II)



## SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉ DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS))

	2021	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>5.3</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
Consommation des ménages	2.2	4.3	1.5	1.8	1.4	1.5
Consommation publique	3.0	-1.2	1.7	0.5	1.2	0.8
Dépenses de biens d'équipement	6.0	3.4	1.4	-2.1	1.2	1.9
Investissements dans le bâtiment	-3.1	-6.9	-2.7	2.2	2.2	1.8
Exportations	11.5	4.7	1.8	1.0	6.3	1.0
Importations	5.7	5.8	4.1	4.0	6.9	1.9
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>
<b>Inflation in %</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</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.