

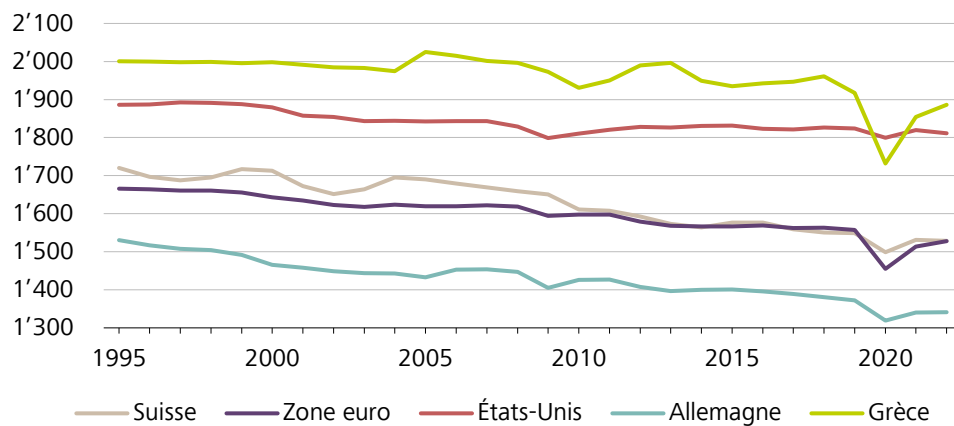
# Check conjoncturel

La solidité de l'économie américaine, alimentée par la consommation privée, ne permet pas encore à la banque centrale américaine d'assouplir sa politique monétaire. Dans la zone euro, au vu des perspectives qui ne sont plus aussi pessimistes mais qui restent plutôt modérées, la BCE peut réduire quelque peu la forte dose de la politique monétaire, malgré la pression intérieure sur les prix qui a encore augmenté. En Suisse, la BNS profite de la détente dans l'environnement des prix pour normaliser rapidement les taux d'intérêt.



## GRAPHIQUE DU MOIS: PLUS DE TEMPS LIBRE ET MOINS D'HEURES DE TRAVAIL

Nombre moyen annuel d'heures de travail par personne active



Source: OCDE, Raiffeisen Economic Research

Depuis quelques années, les premiers enfants du babyboom partent à la retraite. Cela a pour conséquence que les personnes qui sortent du marché du travail sont plus nombreuses que celles qui y entrent. Afin de couvrir leurs besoins de main d'œuvre, les entreprises suisses font de plus en plus appel à des personnes qualifiées étrangères.

Les entreprises ont aussi la possibilité, en complément, de mieux exploiter le potentiel intérieur de main d'œuvre. En Suisse, la participation au marché du travail, qui se situe à plus de 80%, se trouve cependant déjà à un niveau élevé en comparaison internationale, alors que le taux de 65% que connaît par exemple l'Italie permet un réservoir bien plus grand.

L'élévation de l'âge de la retraite des femmes de 64 à 65 ans devrait toutefois contribuer à accroître un peu la participation au marché du travail dans les années à venir. De manière générale, il est possible de stabiliser l'offre de main d'œuvre en diminuant les retraites anticipées et en augmentant le travail au-delà de 65 ans. C'est en tout cas ce que démontre le Japon, précurseur en matière démographique, où plus de

50% des personnes âgées de 65 à 70 ans sont encore actives, alors qu'en Suisse ce taux atteint à peine 20%.

Actuellement, la tendance chez les jeunes comme chez les moins jeunes s'oriente cependant davantage vers une diminution du temps de travail. Au contraire des États-Unis où le temps de travail annuel par personne active reste à un niveau élevé depuis la crise financière, les heures de travail effectuées en Suisse et dans la plupart des autres pays européens suivent clairement une courbe descendante. Durant les 20 dernières années, la Suisse présente même le recul le plus important, soit 7,5%.

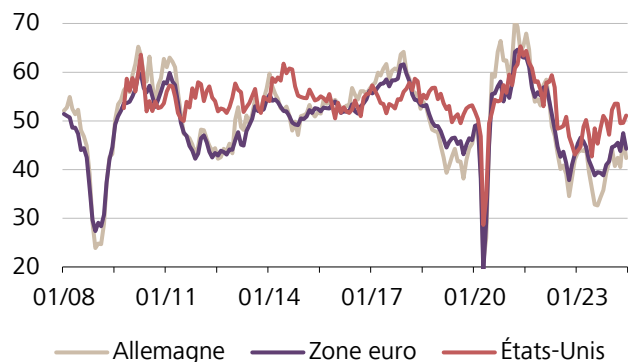
A cause du manque chronique de main d'œuvre qualifiée, le gouvernement grec autorise même depuis peu des semaines de six jours, avec un supplément de salaire de 40% pour le 6<sup>e</sup> jour. Depuis la crise de la dette, le pays lutte contre l'émigration des personnes qualifiées. Le fait que, selon les statistiques, les Grecs enregistrent le temps de travail annuel le plus élevé en Europe, avec 1886 heures en 2022, soit plus de 350 heures de plus qu'en Suisse, n'est donc pas suffisant.

# Conjoncture



## ÉVOLUTION DES COMMANDES

Sondages des directeurs d'achat (PMI) Ind. manufacturière

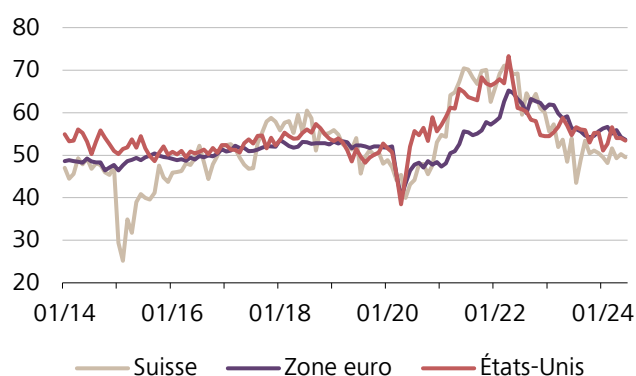


Source: S&P, Raiffeisen Economic Research



## RIX DE VENTE

Sondages des directeurs d'achat (PMI) Secteur des services

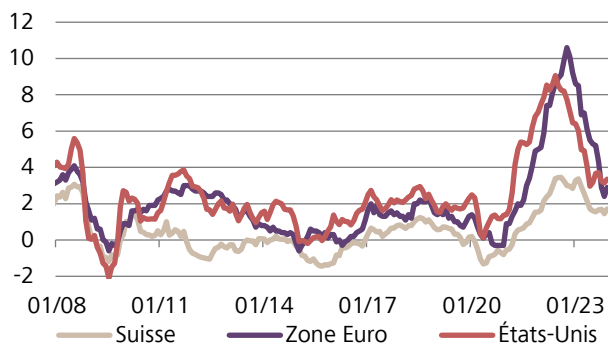


Source: S&P, procure, Raiffeisen Economic Research



## RIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

## La surperformance américaine se maintient

Au milieu de l'année, la conjoncture américaine continue de se montrer résistante. Une croissance supérieure à la moyenne est encore attendue au deuxième trimestre. La consommation reste le pilier de la croissance. Les salaires réels en hausse et la situation financière stable de la plupart des ménages soutiennent le pouvoir d'achat. La baisse de la demande de main d'œuvre, l'épuisement des réserves financières chez les personnes à bas revenu et la lente progression de la charge que représente le niveau élevé des taux d'intérêt font peu à peu escompter une allure moins dynamique. En Europe, en revanche, l'allure est moins lente depuis le début de l'année. Le risque de récession s'est nettement affaibli avec l'amélioration de l'environnement global et l'atténuation durable des prix de l'énergie. Conjuguée aux accords salariaux qui progressent encore dans de nombreux pays, la baisse de l'inflation entraîne une amélioration du pouvoir d'achat dont profite en particulier le secteur des services. En Suisse, les pertes de salaires réels durant les deux dernières années n'ont pas été aussi prononcées que dans les pays voisins. Actuellement, la hausse modérée des salaires signifie toutefois aussi des vents moins favorables.

## Lente reprise de l'industrie

Les entreprises industrielles européennes regardent aussi de nouveau l'avenir avec plus de confiance. L'érosion des commandes de l'année dernière est terminée. Cependant, les fabricants continuent de signaler une baisse des carnets de commande. Ainsi les plans de production sont certes plus stables mais pas encore vraiment en expansion. C'est en particulier le cas des plans d'investissement. En Suisse, ce sont surtout les fabricants de biens d'investissement qui font part d'une demande insuffisante. En outre, les deux débouchés commerciaux extra-européens les plus importants ne donnent pas d'impulsions plus importantes. La demande américaine reste solide mais a tendance à ralentir. Et en Chine l'industrie indigène est prioritaire: l'industrie qui bénéficie du soutien de l'Etat reste la locomotive de l'économie et entre de plus en plus en concurrence avec les entreprises européennes.

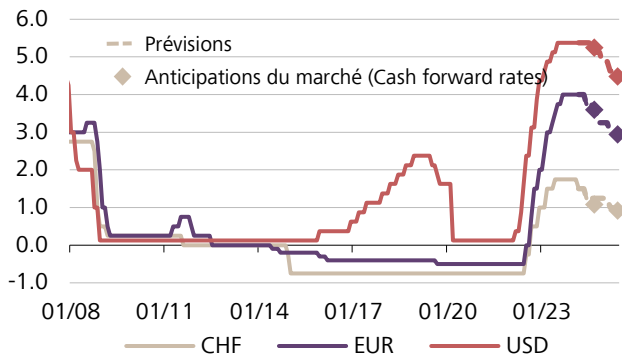
## Inflation des prix des loyers en Suisse

Au vu de la dynamique de croissance modérée en Europe, les anticipations de prix des entreprises continuent de diminuer légèrement. Aux Etats-Unis, les prestataires de service annoncent également au milieu de l'année des hausses de prix moins fortes, ce qui signifie que la pression intérieure sur les prix sera plus faible dans le reste de l'année. Comme jusqu'ici, les entreprises suisses sont celles qui communiquent le moins de besoins d'adaptation. Les augmentations de salaires modérées et le franc fort signifient à peine des effets de second tour. Les loyers sont actuellement ce qui alimente le plus l'inflation à cause des deux augmentations du taux de référence effectuées l'an passé. Les augmentations de loyer contribuent bien pour la moitié au taux d'inflation de 1,4%. Vu qu'il ne faut plus s'attendre à de nouvelles hausses du taux de référence du fait des baisses des taux directeurs opérées par la BNS, la contribution des loyers l'année prochaine va cependant déjà à nouveau reculer.

# Taux d'intérêt



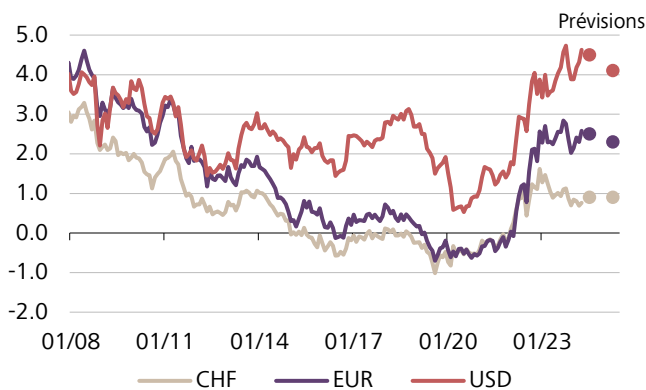
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



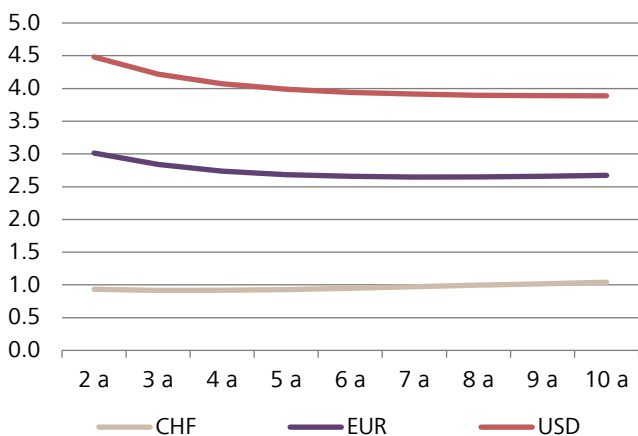
## EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT: 08.07.2024), EN %



Source: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

### La Fed reste prudente

En raison de la solidité de l'économie et des chiffres volatils de l'inflation, la banque centrale américaine reste en position d'attente. Le taux cible des fonds fédéraux se maintient depuis une année au taux élevé de 5,375%. Malgré une hausse modérée des prix à la consommation en mai, les membres du Comité Open market de la Fed (FOMC) ont encore montré un peu plus de prudence envers de futures baisses des taux lors de la réunion de juin. Après le rebond temporaire de l'inflation au premier trimestre, il faudra «plusieurs» mois de bonnes données pour justifier une première baisse des taux. En raison surtout du marché du travail de plus en plus équilibré aux Etats-Unis, les banquiers centraux tablent cependant sur une poursuite du refroidissement de la tendance des salaires et des prix. Cela pourrait suffire pour orienter dès septembre la politique monétaire de façon moins restrictive.

### La BCE commence prudemment

La BCE en revanche a déjà décidé avant le milieu de l'année une première baisse des taux. Au vu des perspectives d'inflation nettement améliorées depuis l'automne dernier, le Conseil de la BCE a jugé qu'il était approprié de réduire le degré de durcissement après neuf mois de taux élevés inchangés. Le taux des dépôts a été abaissé de 4,0% à 3,75%. Mais la BCE continue elle aussi à prévoir une forte pression intérieure sur les prix avec une dynamique des salaires en hausse. C'est pourquoi il n'est pas garanti que de nouvelles baisses des taux aient lieu. Il faudrait pour cela que les données continuent d'évoluer de manière «suffisante» dans la direction désirée. Avec une évidence accrue d'une stabilisation de la conjoncture de la zone euro et une tendance à la baisse lente mais continue de l'inflation, nous jugeons toujours le plus probable que de petites diminutions des taux seront effectuées à un rythme trimestriel.

### La BNS réduit avec prudence

En juin, la BNS est de nouveau allée de l'avant avec une deuxième baisse des taux. L'insécurité politique accrue en Europe et la volatilité des cours de change qui en résulte ne l'ont pas retenue. Au contraire, elle a estimé que les risques concernant les prix, en raison notamment du franc redevenu fort, continuaient plutôt d'être orientés vers le bas. Sans la nouvelle baisse des taux, la projection d'inflation à moyen terme de la BNS serait tombée au-dessous de la barre de 1%. C'est pourquoi il est bien possible qu'une nouvelle baisse prudente des taux soit également décidée en septembre lors de la dernière réunion avec Thomas Jordan. C'est au plus tard à ce moment-là que le niveau des taux d'intérêt se retrouvera cependant de nouveau en territoire neutre. Avec le comblement attendu par la Banque nationale suisse du manque de potentiel de l'économie suisse et sans indication de tendances déflationnistes, une stimulation pas plus qu'un ralentissement par la politique monétaire ne serait indiqué pour autant qu'il n'y ait pas de nouvelles turbulences.

# Branches suisses – Besoin de remplacement démographique

Dans la plupart des pays, le boom des naissances après la Deuxième guerre mondiale a eu lieu en deux vagues, avec un premier pic directement après la guerre et un deuxième dans les années 1960. La cohorte de la première vague a atteint l'âge de la retraite il y a une bonne dizaine d'années. En Suisse, ce groupe représente environ la moitié de la génération des baby-boomers. La deuxième cohorte partira à la retraite dans les années à venir et le pic des sorties annuelles du marché du travail est attendu pour 2029. A titre de comparaison, il y a 20 ans, environ 50'000 actifs partaient à la retraite en Suisse chaque année, contre 100'000 actuellement et probablement plus de 130'000 en 2029. En même temps, les nouveaux arrivants sur le marché du travail sont aujourd'hui nettement moins nombreux qu'il y a encore dix ans. Il en résulte que, sans immigration supplémentaire, le déficit sur le marché du travail entre les entrées et les départs sera considérable. Il devrait s'élever à plus de 200'000 dans les cinq prochaines années cumulées.

Cependant, la vague des départs à la retraite ne touche pas toutes les branches dans la même mesure. Le besoin de remplacement démographique varie parfois considérablement. En moyenne, toutes branches considérées, la part des plus de 55 ans se situe à 23%. Or, dans l'agriculture par exemple, ce taux est de 40% (sans les saisonniers), alors qu'il n'est que de 17% dans l'informatique. On trouve aussi une part supérieure à la moyenne de travailleurs âgés dans le domaine Transports et entreposage, dans l'administration publique et dans une moindre mesure également dans le commerce et dans le domaine Santé et action sociale (voir graphique). Les cinq branches exposées plus que la moyenne présentent cependant une demande de main d'œuvre très différenciée, ce qui atténue ou renforce la pression démographique selon la situation. Dans l'agriculture, l'emploi diminue depuis des décennies en raison du changement structurel et de la tendance vers des entreprises de moins en moins nombreuses et donc plus

grandes. En revanche, dans le domaine de la santé, la dynamique de l'emploi est très élevée à cause du vieillissement de la population.

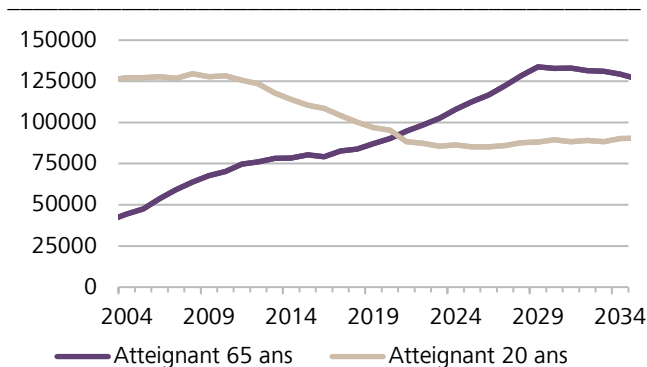
Il existe en outre de grandes différences à l'intérieur des branches. Dans le domaine de la santé, le besoin de remplacement démographique est plutôt modeste dans les professions d'assistance comme en radiologie ou en dentisterie. En revanche, chez les spécialistes comme en médecine, odontologie ou dans les soins, la part des plus de 55 ans est élevée. Dans la branche du transport, la part des baby-boomers est importante surtout parmi les chauffeurs de bus, de trams et de taxis. Il serait possible d'atténuer le besoin de remplacement démographique en exploitant davantage le potentiel existant de main d'œuvre, par exemple par moins de retraites anticipées ou plus de travail au-delà de 65 ans. Mais, dans l'ensemble, la participation au marché du travail en Suisse est déjà très élevée. Il est possible de l'augmenter encore notamment en créant plus de crèches, ce qui est toutefois coûteux. En outre, la tendance chez les personnes résidant en Suisse va plutôt vers plus de temps libre: de plus en plus d'hommes et de jeunes sans enfant réduisent leur taux d'occupation.

Dans un grand nombre des professions susmentionnées où le besoin de remplacement est élevé, la marge pour des automatisations est plutôt inférieure à la moyenne, du moins dans un avenir prévisible. Aussi la vague de départs à la retraite imminente ne peut être surmontée qu'avec encore davantage d'immigration. Le déficit démographique actuel n'est déjà qu'insuffisamment couvert malgré un niveau record d'immigration et de frontaliers. La part des entreprises signalant des difficultés de recrutement s'établit donc déjà depuis trois ans à un niveau record. La faiblesse actuelle de la conjoncture n'apporte pendant ce temps que peu d'apaisement. Il faut donc craindre dans l'ensemble que la pénurie de main d'œuvre qualifiée reste au minimum au niveau actuel voire s'aggrave.



## MANQUE DE MAIN D'OEUVRE CHEZ LES SUISSES

Estimation des entrées et sorties sur le marché du travail

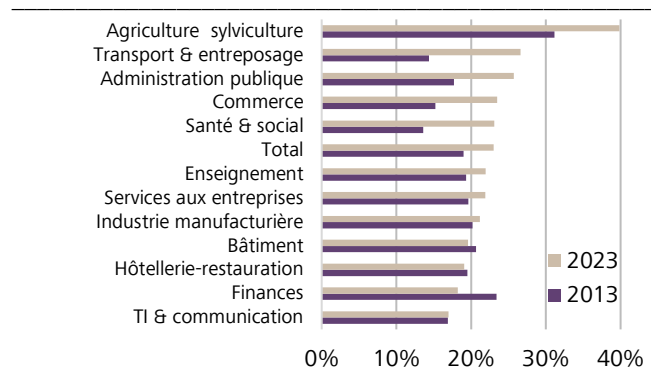


Source: PFS, Raiffeisen Economic Research



## DÉPENDANCE DES TRAVAILLEURS ÂGÉS

Part des plus de 55 ans parmi les personnes actives

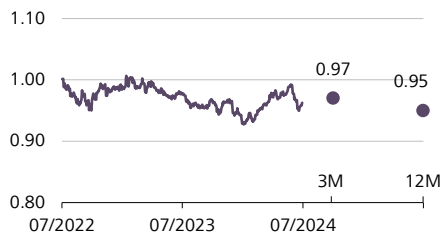


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

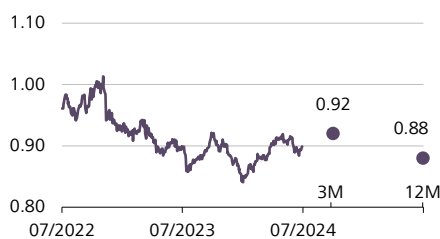
## Devises



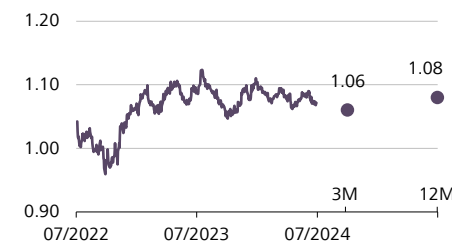
## PREVISIONS

**EUR/CHF**

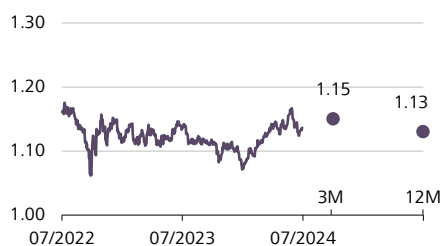
A la suite du glissement à droite lors des élections européennes, de l'annonce surprise de nouvelles élections en France et du changement de cap de la Banque centrale européenne (BCE) en matière de taux d'intérêt, l'euro a été sous pression en juin. Par rapport au franc suisse, il en résulte une perte de valeur de 1,6% – mais depuis le début de l'année, le cours a tout de même augmenté de 3,6%. Si cette perte n'a pas été encore plus marquée, c'est grâce à la nouvelle baisse des taux d'intérêt décidée par la Banque nationale suisse (BNS). Nous pensons toutefois que le cours EUR/CHF a légèrement exagéré son mouvement baissier. Sur l'année, nous voyons la paire de devises à 0.95 en raison de l'environnement de risque ainsi que des perspectives conjoncturelles.

**USD/CHF**

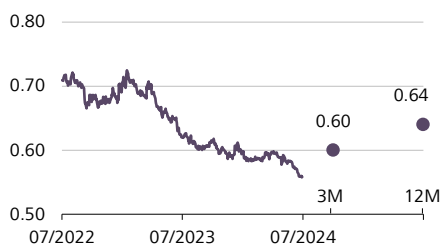
L'épargne excédentaire générée par la pandémie est épuisée et l'inflation ainsi que la hausse des taux d'intérêt pèsent sur la consommation américaine. Cela coupe de plus en plus l'herbe sous les pieds de la conjoncture. Dans le même temps, le dollar continue de bénéficier du soutien des taux d'intérêt, car la banque centrale américaine (Fed) n'initiera sans doute pas de changement de taux avant septembre au plus tôt. De ce fait, la paire de devises USD / CHF a évolué latéralement pendant une grande partie du mois de juin. La perspective d'une baisse des taux directeurs aux Etats-Unis tout comme le contexte de marché incertain plaident, à notre avis, pour un franc suisse un peu plus fort à moyen terme.

**EUR/USD**

Alors que la BCE a baissé ses taux directeurs de 25 points de base en juin, la banque centrale américaine (Fed) n'a rien entrepris face à l'inflation persistante aux Etats-Unis. Le préjudice d'intérêt de l'euro s'est donc renforcé. Cela, tout comme les incertitudes liées aux élections européennes, ont entraîné une dépréciation de la monnaie unique de 1,2% par rapport au dollar le mois dernier. Malgré les récentes tendances au ralentissement, la conjoncture américaine devrait, à notre avis, mieux évoluer que celle de la zone euro. Dans le même temps, la Fed amorcera sans doute à son tour un revirement des taux à l'automne. Nous tablons donc sur un maintien à un niveau stable du cours EUR / USD.

**GBP/CHF**

Après avoir progressé en mai, la livre s'est affaiblie par rapport au franc suisse le mois dernier (-1,2%). Les prochaines élections législatives du 4 juillet se sont révélées être un facteur de pression. Pendant ce temps, l'inflation en Grande-Bretagne est tombée à 2%, son niveau le plus bas depuis un peu plus de deux ans. Dans le secteur des services, la hausse des prix reste toutefois difficile. La Bank of England (BoE) maintient donc pour l'instant sa politique monétaire restrictive, raison pour laquelle la paire de devises GBP / CHF devrait de nouveau évoluer vers 1.15 durant l'été. Sur l'année, nous la voyons à 1.13 dans l'attente d'un resserrement de la différence d'intérêt.

**JPY/CHF\***

Le yen a perdu 2,6% par rapport au franc suisse en juin. Depuis le début de l'année, la baisse s'est cumulée pour atteindre plus de 6%. Avec les derniers chiffres de l'inflation (mai: +2,8%), la Bank of Japan (BoJ) évolue vers un nouveau resserrement de sa politique monétaire. Toutefois, la trajectoire des taux d'intérêt devrait être plate vu l'énorme endettement du pays et de l'affaiblissement de l'économie. En effet, le produit intérieur brut s'est contracté de 1,8% en rythme annualisé de janvier à mars par rapport au trimestre précédent. Parallèlement, nous tablons sur une réduction finale du taux d'intérêt par la BNS à 1,0% en septembre. Dans ce contexte, nous prévoyons une légère reprise du cours JPY / CHF.

\* 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	0.5	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	1.25	1.00	1.00
EUR	2.00	4.00	3.75	3.50	2.75
USD	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.00-5.25	4.25-4.50
JPY	-0.10	-0.10	0.0-0.1	0.1-0.2	0.2-0.3

## 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	0.63	0.90	0.90
EUR (Allemagne)	2.57	2.02	2.57	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.31	4.50	4.10
JPY	0.41	0.61	1.09	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	0.90	0.92	0.88
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.56	0.60	0.64
EUR/USD	1.07	1.07	1.08	1.06	1.08
GBP/CHF	1.12	1.12	1.15	1.15	1.13

## Matières premières (Fin d'année)

	2022	2023	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	86	77	86	85	80
Or (USD/once)	1824	2063	2372	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), \*\*\*08.07.2024

## 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.