

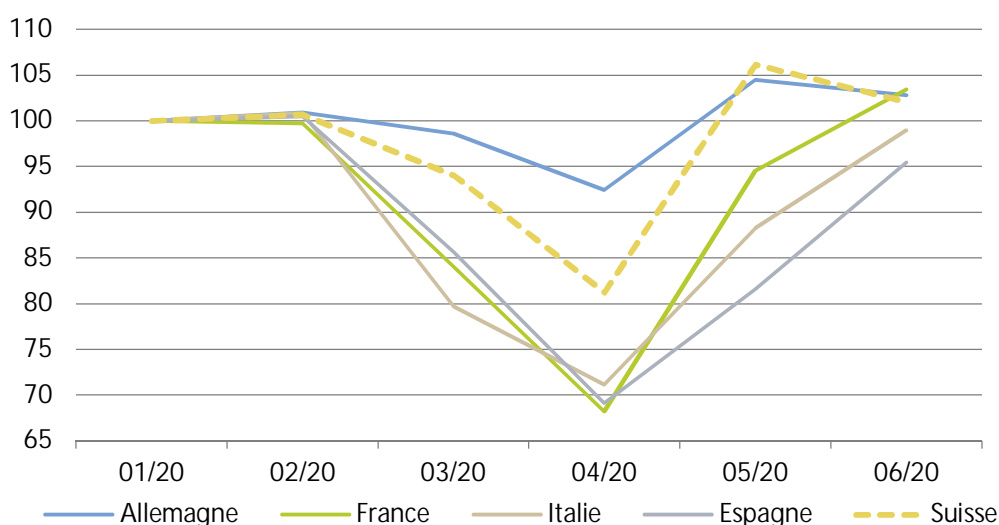
## La consommation reste chancelante

Les premiers chiffres de PIB en provenance des pays voisins ont confirmé l'effondrement sans précédent de l'économie au deuxième trimestre provoqué par le coronavirus. Les replis d'un trimestre à l'autre déjà massifs en début d'année ont été dépassés de beaucoup. Les chiffres suisses présentent un tableau analogue. Les chiffres trimestriels cachent toutefois le terrain regagné entre-temps. Depuis mai, toujours plus de données sont à nouveau fortement orientées vers le haut; il faut donc s'attendre pour le trimestre en cours à une solide reprise du PIB. Toutefois, on ne peut toujours pas tabler sur une rapide normalisation. Après des effets de rattrapage initiaux, la relance s'essouffle déjà au milieu de l'année. Et la hausse des nouvelles infections agit en plus comme un frein. C'est pourquoi les banques centrales restent en mode d'observation, prêtes à réinjecter des fonds si nécessaire.

Vous trouverez ci-après davantage de détails sur notre évaluation de la conjoncture et des taux d'intérêt, y compris un gros plan sur l'industrie pharmaceutique suisse ainsi que nos prévisions.

### Graphique du mois: rapide disparition de la poussée de rattrapage

Chiffres d'affaires mensuels du commerce de détail, en prix constants, indice 01/20=100

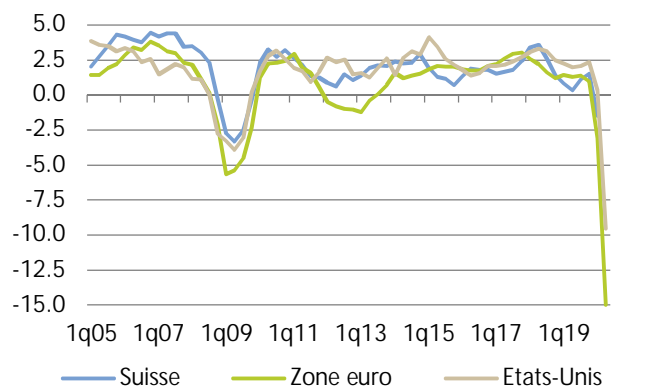


Source: Eurostat, BFS, Raiffeisen Economic Research

A la fin du confinement, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont rétablis étonnamment vite. En Allemagne et en Suisse où les commerces ont comparativement pu ouvrir plus tôt, le niveau d'avant la crise a déjà été dépassé en mai. Les chiffres de juin montrent cependant de nouveau une baisse de l'envie d'acheter. La plupart du temps, les effets de rattrapage dans le commerce non alimentaire ne suffisent pas à compenser les pertes de chiffres d'affaires subies précédemment. De plus, la relance dans les ventes d'automobiles évolue de manière sensiblement plus lente. Cela vaut aussi pour les dépenses en prestations de service qui constituent le morceau le plus important de la consommation privée. Le secteur du divertissement en particulier continue de souffrir fortement des restrictions. Dans l'hôtellerie et la restauration, l'utilisation des capacités reste aussi basse. Les chiffres élevés de réservations faites dans les restaurants présentent dans ce contexte un tableau trop positif, vu que davantage de réservations sont prises à l'avance à cause des places limitées. La consommation privée devrait ainsi avoir enregistré un recul massif au deuxième trimestre et rester dans l'ensemble chancelante également durant le reste de l'année.

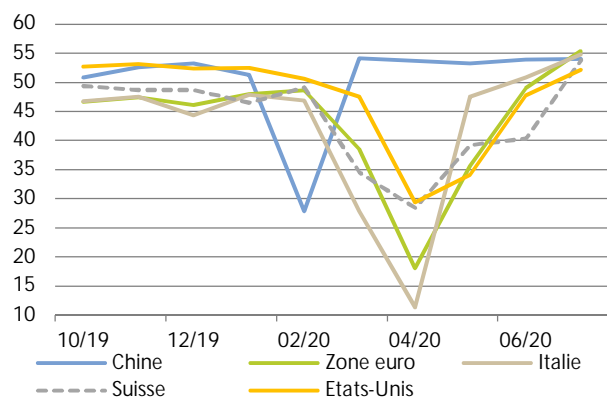
# Conjoncture

PIB, réel, en % par rapport à l'année précédente



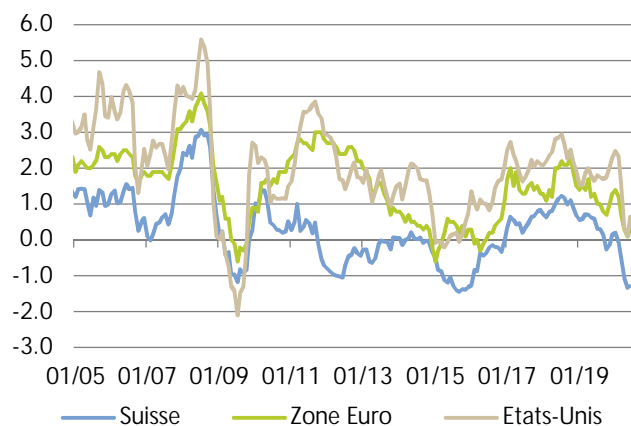
Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Indice des directeurs d'achat (PMI)  
Industrie manufacturière, composantes de production



Source: Markit, Raiffeisen Economic Research

Prix à la consommation, en % par rapport à l'année précédente



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

## Un trimestre à oublier

Les premiers chiffres permettant de mesurer les effets du confinement sur l'économie suisse au deuxième trimestre ne seront publiés qu'à la fin du mois. Les estimations provenant des pays voisins donnent cependant déjà la tendance. Dans la zone euro, le déficit de 12,1%, représente déjà plusieurs fois le recul massif subi au premier trimestre. La baisse a été particulièrement radicale en Espagne, avec -18,5%.

Cependant, les données mensuelles montrent déjà que du terrain a été regagné depuis mai et que l'activité économique enregistre une reprise vigoureuse dans la zone euro et en Suisse. Cela vaut en particulier pour le commerce de détail où les chiffres d'affaires étaient parfois nuls pendant le confinement.

## Reprise hésitante

Après la poussée initiale de rattrapage, la fréquentation des commerces diminue déjà. Et, en raison du nombre croissant de nouvelles infections, les restrictions ont de nouveau été renforcées en Suisse et dans d'autres pays européens – sans oublier les Etats-Unis. Localement et suivant les secteurs, cela pourrait signifier des revers à court terme. On ne s'attend certes pas jusqu'ici à une nouvelle chute de l'économie dans son ensemble mais à une reprise hésitante, avec encore des pertes très importantes dans quelques secteurs de services.

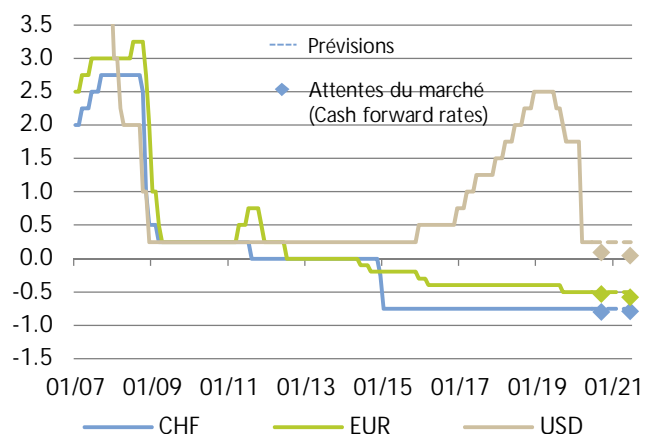
Après avoir passé le creux de la vague, le moral des entreprises industrielles s'est remis des plus-bas record. La reprise en forme de V des sondages ne signifie toutefois pas une reprise en forme de V de la production. Les perspectives des exportations et de l'emploi ne sont plus aussi négatives que durant les mois précédents. Au début du deuxième semestre, l'activité commerciale reste toutefois notablement au-dessous du niveau d'avant la crise. En outre, la plupart des entreprises prévoient de continuer à freiner leurs dépenses d'investissement vu la fragilité du contexte.

## L'inflation reste basse

Dans le sillage de la crise du coronavirus, les taux d'inflation ont fortement baissé partout dans le monde, sous l'effet de l'effondrement des prix des matières premières. Avec la reprise partielle des prix du pétrole, l'inflation remonte légèrement en milieu d'année. La pression sur les prix reste toutefois dans l'ensemble très minime en raison de la faible exploitation des capacités et de l'asthénie de la demande. Le taux annuel suisse devrait rester sensiblement négatif durant le reste de l'année.

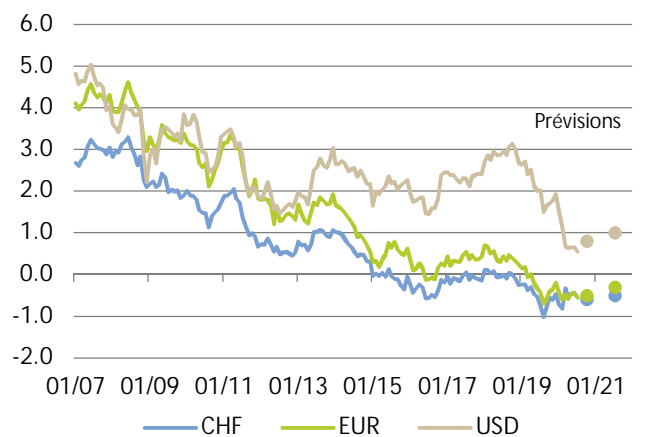
# Taux d'intérêt

Taux directeurs, en %



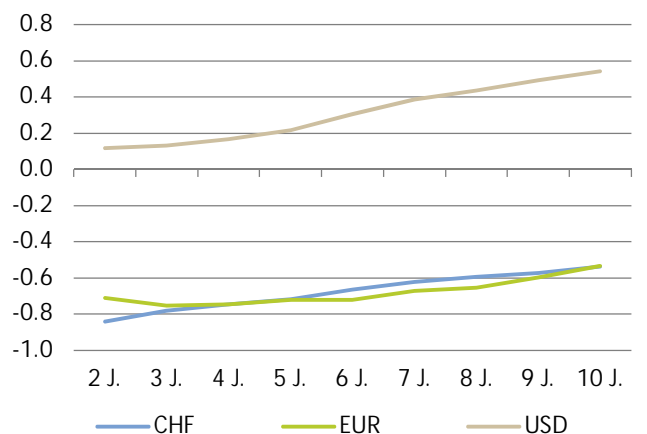
Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Obligations d'Etat à 10 ans, en %



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Courbe des taux (état: 06.08.20)



Source: Datastream, Raiffeisen Economic Research

Les banques centrales en mode d'observation  
 Les banques centrales sont passées du mode de crise aigüe au mode d'observation. Leurs interventions massives ont en grande partie réduit l'extension des primes de risque, en particulier pour les placements présentant une bonne solvabilité. Les marchés obligataires fonctionnant à nouveau correctement, tant la Fed que la BCE ont sensiblement réduit leurs achats. Cependant, les achats ne vont pas cesser de sitôt. Et les banques centrales restent prêtes à adapter en tout temps le volume en cas de nouvelle détérioration du contexte de financement. Par ailleurs, la présidente de la BCE Christine Lagarde considère le montant du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), de 1,35 billion d'euros actuellement, davantage comme un objectif que comme un plafond. Si, après l'apaisement des marchés financiers, la BCE continue d'acheter moins d'obligations, le programme pourrait bien être prolongé après le milieu de l'année 2021 afin d'atteindre l'objectif visé.

Il s'ensuit qu'une normalisation possible des taux d'intérêt reste naturellement de la musique d'avenir. Même les responsables de la banque centrale américaine n'envisagent actuellement pas de réfléchir à une augmentation des taux d'intérêt. En conséquence, les attentes des taux d'intérêt à long terme restent basses. La FED et la BCE ne se précipiteront pas, même en cas d'embellie persistante de la conjoncture. La banque centrale américaine voit la nécessité d'une plus longue phase de politique monétaire américaine très accommodante qui devrait garantir le retour à une croissance vraiment forte et durable dans les années à venir.

La BNS suit de près les taux du marché monétaire

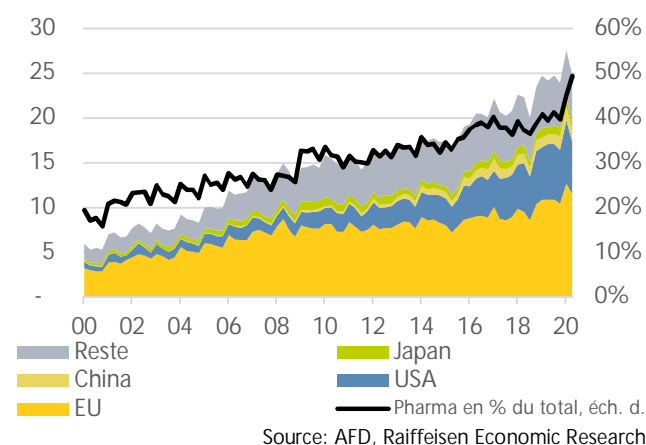
Une nouvelle baisse des taux d'intérêt n'est pour l'instant pas à l'ordre du jour ni à la BCE ni à la BNS. Pour stimuler la demande de crédit, la BCE privilégie maintenant les activités de refinancement ciblées pour les banques. Et, dans sa politique de change, la BNS continue de table sur des interventions sur les marchés des devises. En raison de la reprise persistante de l'euro, ce n'est toutefois plus nécessaire actuellement. Depuis mi-mai, le cours EUR/CHF évolue nettement au-dessus de 1,05. A cet effet, la BNS a essayé en dernier lieu d'amener les taux d'intérêt du marché monétaire plus près du taux directeur au moyen d'enchères repo avec les banques. Le taux de l'argent au jour le jour SARON obtenu est ainsi passé de -0,66 % à -0,70 %

# Branches suisses – Gros plan sur la branche pharma

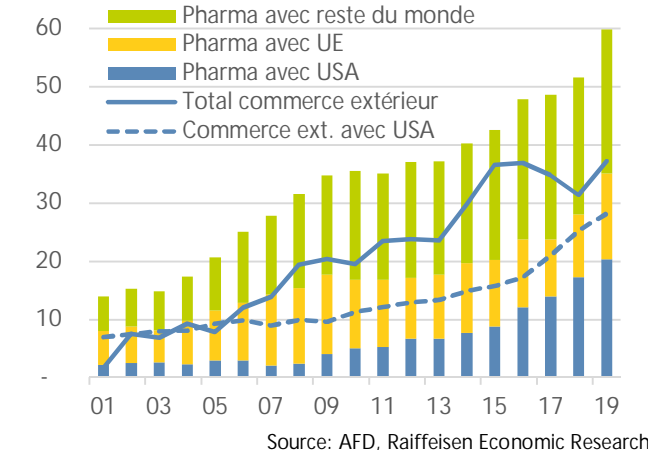
Sans beaucoup de surprise, le secteur pharmaceutique suisse s'en est jusqu'ici mieux sorti que d'autres branches durant la crise du coronavirus. Pendant le confinement, il y a certes eu moins de consultations médicales et de traitements hospitaliers. Vu que des stocks importants de médicaments avaient été constitués auparavant, le chiffre d'affaires de la branche dépasse néanmoins le niveau de l'année précédente au premier semestre 2020. Dans l'ensemble, la crise du coronavirus ne cause cependant pas autant de tracas aux entreprises pharmaceutiques suisses que le risque le plus grand pour la branche, à savoir celui devenu récemment à nouveau plus actuel d'un net renforcement de la réglementation demandé par les pouvoirs politiques. Cela concerne surtout le marché américain qui, comparativement aux autres pays, est beaucoup moins réglementé. Les Etats-Unis sont la seule nation industrielle dans laquelle les entreprises pharmaceutiques peuvent fixer leurs prix de vente librement et sans aucun contrôle étatique. En conséquence, les médicaments y sont près de quatre fois plus chers qu'en Europe. C'est pourquoi les Etats-Unis constituent un marché particulièrement lucratif pour les entreprises pharmaceutiques. A cela s'ajoute que le marché américain s'est fortement étoffé ces dernières années, plus de 15 millions d'habitants ayant eu pour la première fois accès à une assurance maladie à la suite de l'introduction de l'«Obamacare». Les fabricants pharmaceutiques suisses ont aussi profité de cette évolution. Il y a dix ans, leurs exportations de médicaments vers les Etats-Unis ne se chiffraient qu'à 8 milliards de francs alors que l'année dernière elles atteignaient déjà 24 milliards. Cette «success story» risque bien d'être ébranlée. Vu qu'aucun accord n'a été trouvé dans le Congrès divisé, le président Trump essaie maintenant de diminuer au moins partiellement le prix des médi-

caments par décret. D'une part, l'interdiction de réimportations et d'importations parallèles devrait être quelque peu assouplie. D'autre part, il est prévu de coupler à l'évolution des prix les prix des médicaments dans l'assurance maladie étatique pour les personnes âgées et les invalides (Medicare), ce dont seulement quelque 15% de la population devrait toutefois profiter. Cependant, les propositions des démocrates, qui actuellement ont de bonnes chances non seulement d'entrer en novembre à la Maison-Blanche mais aussi d'obtenir la majorité dans les deux chambres du Congrès, vont encore plus loin. Medicare, c'est-à-dire indirectement l'Etat, devrait notamment mener des négociations sur les prix avec l'industrie pharmaceutique. Par ailleurs, il est aussi question de limiter l'augmentation des prix des médicaments en les couplant à l'inflation générale. Comme on sait, la Suisse présenterait un bilan commercial négatif sans le secteur pharmaceutique. Cela est surtout à mettre au compte du commerce avec les Etats-Unis grâce auquel un excédent de plus de 20 milliards de francs a été atteint en 2019. Cela correspond à plus de la moitié du solde total de la balance commerciale suisse. Si maintenant les Etats-Unis devaient serrer la bride à la branche, cela aurait des conséquences pas seulement négatives pour la Suisse. En effet, avec un excédent moindre de la pharma, la pression à la hausse sur le franc serait moins forte, ce dont d'autres branches exportatrices pourraient bénéficier. En outre, le risque d'être taxé de manipulateur de devises par les Etats-Unis serait moins élevé. Un des critères utilisé dans ce contexte par les Etats-Unis est de savoir si le déficit bilatéral avec la Suisse se monte à plus de 20 milliards de dollars américains. Cette valeur-limite a déjà été dépassée en 2017 – précisément à cause de la forte croissance des exportations pharmaceutiques suisses.

Marché US en forte croissance  
Exportations pharmaceutiques suisses en mia. CHF



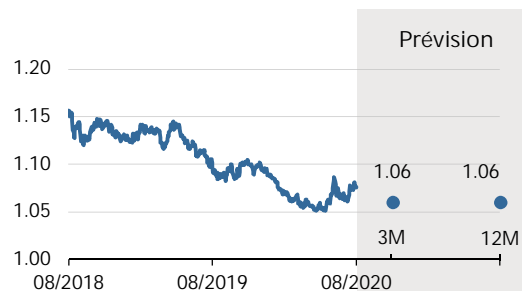
La pharma domine la balance commerciale  
Solde de la balance commerciale suisse en mia. CHF



# Devises

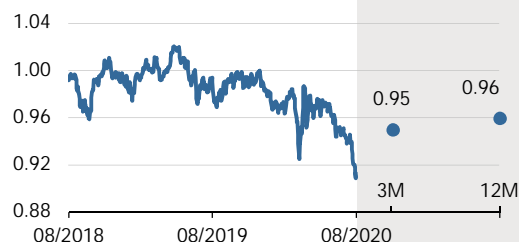
## EUR/CHF

La nouvelle hausse des cas confirmés de coronavirus dans de nombreux endroits du monde fait remonter l'incertitude aux marchés financiers. La pression haussière sur le franc suisse par rapport à l'euro devrait donc s'amplifier. Même si la BNS n'utilise pas ses interventions sur le marché des changes comme arme commerciale, les Etats-Unis risquent d'accuser une fois de plus la Suisse de manipuler le cours de sa monnaie. Toutefois, la BNS continuera sans doute de tout mettre en œuvre pour empêcher que l'euro ne descende en deçà de la barre de CHF 1.05. Le cours EUR/CHF va donc se maintenir à un niveau stable.



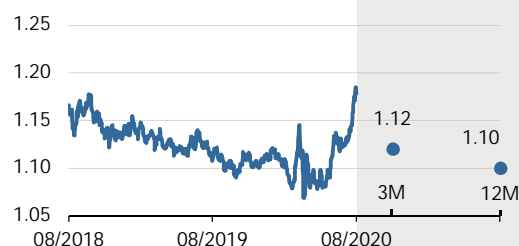
## USD/CHF

La pandémie aux Etats-Unis semble hors de contrôle: les infections quotidiennes au coronavirus atteignent des chiffres record, la baisse rapide du nombre de lits disponibles en soins intensifs est préoccupante. Le président Donald Trump a même perdu son optimisme médiatique. Outre les sombres données fondamentales et le déficit budgétaire élevé, c'est le fléchissement de la majoration d'intérêts qui pèse sur le dollar US. Par ailleurs, les prix des matières premières en hausse présagent un dollar US légèrement plus faible. Nous avons donc légèrement baissé à 0.95 nos prévisions sur 3 mois pour l'USD/EUR.



## EUR/USD

Par rapport aux Etats-Unis, l'Europe détient tous les atouts: elle semble mieux gérer la pandémie, la Banque centrale européenne (BCE) soutient l'économie autant que possible et le taux préférentiel américain a également fortement chuté. Nous avons donc augmenté l'objectif de cours sur 3 mois de 1.09 à 1.12 USD. Sur 12 mois, la paire de devises devrait évoluer latéralement dans une fourchette relativement étroite. Les dommages économiques des deux côtés de l'Atlantique sont comparables. L'euro est aussi la cible de vents contraires dus aux dettes publiques qui s'aggravent.



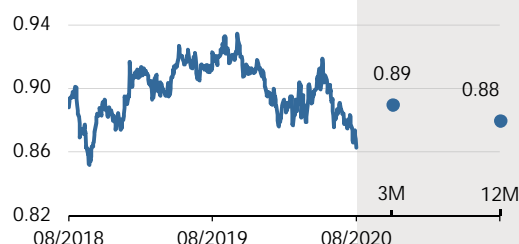
## GBP/CHF

Le premier ministre britannique Boris Johnson veut relancer l'économie de son pays, éprouvée par la pandémie, avec un immense plan conjoncturel en injectant près de cinq milliards de livres à court terme dans le développement des infrastructures publiques. Les énormes dépenses publiques associées à des recettes fiscales plus faibles conduiront presque inévitablement à une explosion de l'endettement. Par ailleurs, le «No-FTA-Brexit» menaçant (sortie de l'UE sans accord de libre-échange) pèse sur la livre, qui est évaluée trop favorablement à longue échéance en termes de parité du pouvoir d'achat.



## JPY/CHF\*

La normalisation sur les marchés financiers a également conduit à une baisse de la demande des investisseurs pour le yen, qui conservera toutefois sa qualité de valeur-refuge et d'instrument de diversification de portefeuille fiable dans les situations de stress. La forte sous-évaluation et la différence d'intérêt positive par rapport au franc suisse sont également des arguments en faveur du yen. Le franc étant aussi une monnaie défensive, le cours JPY/CHF ne devrait pas connaître de fluctuations importantes. Sur l'année, nous considérons donc la barre de 0.88 comme étant réaliste.



\* multiplié par 100

Sources: Datastream, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

# Prévisions Raiffeisen (I)

## Conjoncture

	2017	2018	2019	Prévisions 2020	Prévisions 2021
<b>PIB</b>					
Croissance annuelle moyenne (en %)					
Suisse	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Zone euro	2.5	1.9	1.1	-8.0	4.8
Etats-Unis	2.4	2.9	2.3	-6.0	5.0
Japon	2.2	0.3	0.8	-6.0	4.0
Chine	6.9	6.7	6.1	2.0	8.0
Global (PPP)	3.8	3.6	3.3	-3.3	4.7

<b>Inflation</b>					
Moyenne annuelle (en %)					
Suisse	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0
Zone euro	1.5	1.8	1.2	0.2	1.3
Etats-Unis	2.1	2.5	1.8	1.0	2.0
Chine	1.6	2.1	2.9	3.0	2.0
Japon	0.5	1.0	0.5	-0.2	0.4

## Marchés financiers

	2018	2019	Actuel.*	Prévisions 3 M	Prévisions 12 M
<b>Taux directeurs</b>					
Fin d'année (en %)					
CHF	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
EUR	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
USD	1.25-1.50	2.25-2.50	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
JPY	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

<b>Taux du marché des capitaux</b>					
Rendements des obligations d'Etat à 10 ans (fin d'année, rendement en %)					
CHF	-0.15	-0.25	-0.53	-0.60	-0.50
EUR (Deutschland)	0.56	0.66	-0.54	-0.50	-0.30
USD	2.18	2.30	0.53	0.80	1.00
JPY	0.32	0.26	0.01	0.00	0.10

<b>Cours de change</b>					
Fin d'année					
EUR/CHF	1.20	1.09	1.08	1.06	1.06
USD/CHF	0.99	1.00	0.91	0.95	0.96
JPY/CHF**	0.83	0.83	0.86	0.89	0.88
EUR/USD	1.21	1.09	1.18	1.12	1.10
GBP/CHF	1.32	1.25	1.20	1.20	1.25

<b>Matières premières</b>					
Fin d'année					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	67	52	45	40	50
Or (USD/onçe)	1303	1281	2061	1850	1950

\*07.08.2020

\*\*multiplié par 100

---

## Prévisions Raiffeisen (II)

### Prévisions détaillées Suisse

	2015	2016	2017	2018	2019	Prévisions	
						2020	2021
PIB, réel, évolution en %	1.3	1.7	1.9	2.8	0.9	-5.0	4.3
Consommation des ménages	1.7	1.4	1.3	1.0	1.1	-5.9	3.9
Consommation publique	1.1	1.3	1.2	0.3	1.3	2.0	2.0
Dépenses de biens d'équipement	2.8	4.2	4.8	1.0	0.9	-8.2	3.8
Investissements dans le bâtiment	1.5	-0.2	1.5	1.4	0.5	-1.9	1.8
Exportations	2.4	6.6	4.0	4.4	2.6	-5.9	3.2
Importations	2.8	4.4	4.4	2.5	1.3	-7.8	1.2
Taux de chômage en %	3.2	3.3	3.1	2.6	2.3	3.6	3.5
Inflation en %	-1.1	-0.4	0.5	0.9	0.4	-0.8	0.0

Editeur  
Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff, chef économiste  
Brandschenkestr. 110d  
8002 Zurich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

Auteurs  
Domagoj Arapovic, CFA  
[domagoj.arapovic@raiffeisen.ch](mailto:domagoj.arapovic@raiffeisen.ch)

Alexander Koch, CFA  
[alexander.koch@raiffeisen.ch](mailto:alexander.koch@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.