

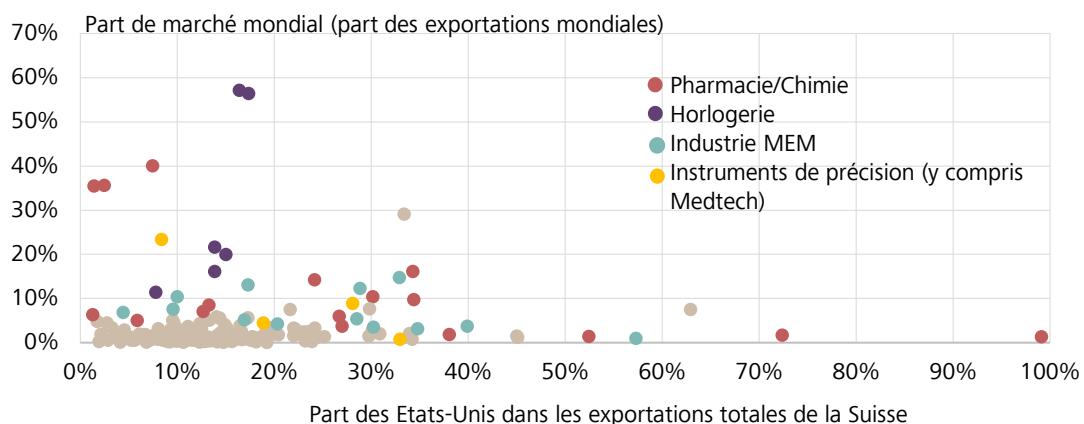
Check conjoncturel

L'industrie suisse, en particulier ses PME, est durement touchée par les droits de douane américains élevés. Pour autant, le scénario d'une désescalade du conflit commercial demeure crédible. A ce jour, l'économie mondiale se montre plus résistante que prévu, la principale raison étant que dans le cadre du litige douanier, la plupart des pays ont abandonné l'idée de prendre des mesures de rétorsion contre les Etats-Unis. Il est toutefois encore trop tôt pour relâcher la vigilance, d'autant que la pression sur les prix aux Etats-Unis se maintient, malgré les assurances de la Fed sur les risques inflationnistes et l'annonce d'une baisse prochaine des taux.



GRAPHIQUE DU MOIS: LES LEADERS MONDIAUX SUISSES

Exportations suisses vers les Etats-Unis par catégorie de marchandises et par secteur (catégorie > CHF 10 mio), or non inclus



Sources: Centre du commerce international (ITC), Raiffeisen Economic Research

Les produits chimiques, pharmaceutiques et l'or étant exemptés, moins de 40 % des exportations suisses vers les États-Unis sont actuellement soumis aux droits de douane. Plus de 70% de ces exportations concernent l'horlogerie, les instruments de précision et les produits issus de l'industrie MEM. Dans ces trois secteurs, les fabricants doivent s'attendre à un recul parfois considérable de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices que même une hausse des prix ne saurait compenser. Cependant, la sensibilité aux prix de la demande varie d'un secteur à l'autre: les produits pour lesquels des entreprises suisses sont les leaders mondiaux devraient donc faire état d'une flexibilité plus faible en termes de prix. En effet, le risque que la clientèle américaine se tourne vers la concurrence est moindre pour ces produits. Les entreprises suisses détiennent 60 % du marché mondial de l'horlogerie. Il en va de même pour les médicaments brevetés, les alternatives étant rares selon les domaines. La demande pour ces produits devrait donc rester stable, même avec des droits de douane. S'agissant des instruments de précision et de la medtech, la moitié des exportations vers

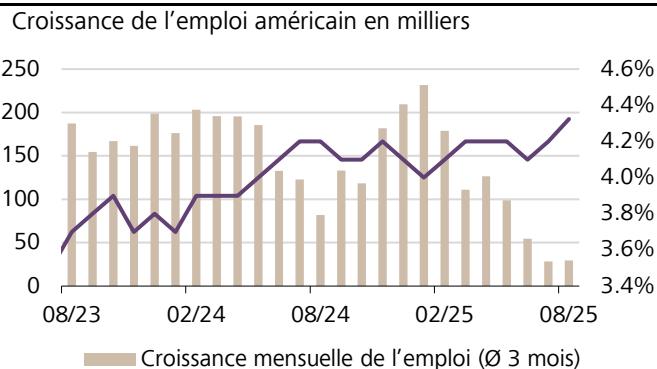
les Etats-Unis se rapportent à des catégories de marchandises dont la part de marché de la Suisse s'élève à en tout cas 5% à l'échelle mondiale. Concernant les balances de précision, cette part est même supérieure à 20% et se situe entre 10 et 20% pour les prothèses articulaires ou les stimulateurs cardiaques. Cette position de force devrait leur permettre de répercuter une partie des droits de douane sans baisse notable de la demande. Certains secteurs MEM, riches en «champions cachés», exportent encore 15 % vers les États-Unis, avec une part mondiale suisse de plus de 5 %.

Seul un quart des exportations suisses vers les Etats-Unis sont donc fortement exposées aux droits de douane. Pour autant, des signes de ralentissement de la demande pour ces produits émergent. La plupart des PME qui exportent vers les Etats-Unis ne semblent pas pouvoir répercuter les droits de douane sur leurs prix de vente sans risquer une forte baisse de la demande, comme le montre une enquête spéciale menée dans le cadre de l'actuel indice [PMI PME Raiffeisen](#).

Conjoncture



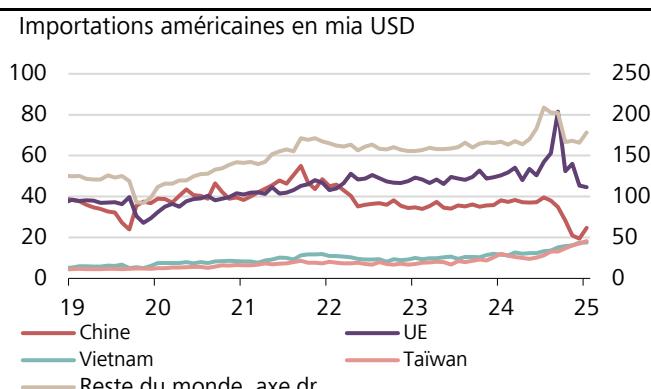
RALENTISSEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research.



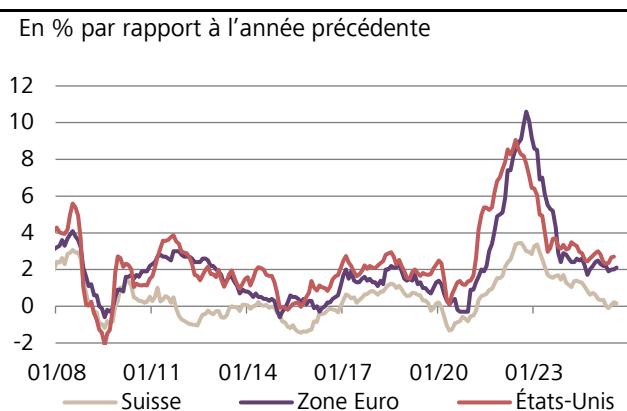
CONTOURNEMENT DES DOUANES US



Sources: BNS, Raiffeisen Economic Research.



PRIX À LA CONSOMMATION



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research.

Les droits de douane pénalisent d'abord les entreprises US

Les droits de douane ont rapporté près de 130 milliards de dollars au Trésor américain, soit une hausse des recettes d'Etat de 5% au cours des cinq derniers mois. Pour l'instant, les entreprises américaines absorbent les coûts occasionnés par ces taxes et s'absentient de toute augmentation significative de leurs prix à ce jour. Leurs marges bénéficiaires diminuent en conséquence, mais la plupart du temps dans une mesure ne nécessitant pas de licencier du personnel. Les entreprises recrutent moins, et cela se traduit par une perte de vitesse de la croissance de l'emploi. La seule raison pour laquelle le taux de chômage n'augmente pas davantage s'explique par la contraction du marché de l'emploi, elle-même provoquée par le durcissement des politiques d'immigration. Les perspectives relatives à la consommation privée restent donc moroses, même si, dernièrement, les dépenses de consommation ont dépassé les attentes. La pression douanière sur les prix s'est nettement accrue en amont de la chaîne de production et devrait se répercuter progressivement sur les prix à la consommation.

De nouveaux effets d'anticipation

Les augmentations récentes des droits de douane ont généré de nouveaux effets d'anticipation. Après leur forte hausse au T1 et le recul temporaire qui a suivi, les importations américaines ont récemment repris. Bien que les importations en provenance de Chine soient toujours nettement inférieures à leurs valeurs de l'an dernier, les marchandises chinoises parviennent toujours à se frayer un chemin vers les Etats-Unis, en transitant par les pays de l'Asie du Sud-Est, pour qui les droits de douane sont moins élevés. Pour l'instant, l'industrie chinoise a donc résisté avec succès à l'assaut douanier des Etats-Unis. On peut toutefois se demander combien de temps encore les Etats-Unis toléreront le contournement de leur politique commerciale. Dans la zone euro, l'indice des directeurs d'achat pour l'industrie a certes dépassé le seuil de croissance pour la première fois depuis trois ans, mais cette amélioration est principalement due à la reprise dans le secteur industriel européen. Le volume des commandes à l'exportation continue de flétrir et les droits de douane américains ne devraient pas encourager la croissance à court terme.

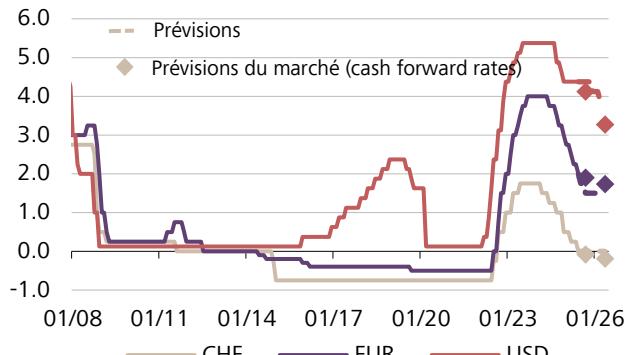
Zone euro: le processus de désinflation reste indemne

Dans la zone euro, des effets de base devraient certes entraîner une hausse de l'inflation supérieure à 2% au cours des prochains mois, mais la faiblesse conjoncturelle, le ralentissement de la dynamique salariale et surtout l'abandon des contre-mesures douanières laissent penser qu'à moyen terme, l'inflation continuera de baisser. La stabilité des prix en Suisse ne semble pas menacée, bien que l'inflation soit proche de zéro. Visée par des droits de douane de 39% sur le marché américain, l'industrie suisse part certes avec un net handicap par rapport à la concurrence, mais le secteur intérieur, beaucoup plus vaste, demeure stable (cf. page 4), rendant peu probable toute baisse étendue et significative des prix.

Taux d'intérêt



TAUX DIRECTEURS, EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research.



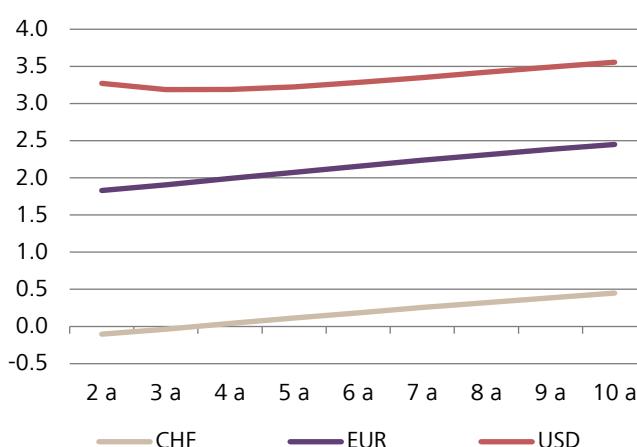
OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research.



COURBE DES TAUX (8.9.2025), EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research.

La Réserve fédérale américaine tarde l'inévitable

A la surprise générale, lors de la réunion annuelle de la Fed à Jackson Hole, le gouverneur de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, a mis en avant non plus les risques d'inflation, mais le fléchissement du marché de l'emploi. Cette fois-ci, il a davantage insisté sur l'ajustement éventuel de la politique monétaire, signalant que le taux directeur pourrait faire l'objet d'une baisse dès septembre. Dans le scénario de base de Jerome Powell, les droits de douane imposés par l'administration Trump n'entraînent qu'une hausse temporaire des prix, mais non pas une hausse durable de l'inflation. Toutefois, comme il l'a lui-même reconnu, son évaluation est tout sauf certaine. Plusieurs indicateurs, tels que les prix à la production ou les politiques tarifaires des entreprises, montrent toujours des pressions inflationnistes croissantes. Nous ne tablons donc pas sur plusieurs itérations de baisse de taux d'ici à la fin de l'année, même si le gouvernement américain continue d'exercer une forte pression sur la Fed.

La BCE en mode d'attente

Aux Etats-Unis, la politique monétaire est considérée comme restrictive, car le taux neutre se situe à environ 50–100 points de base au-dessous du niveau actuel. Dans la zone euro, en revanche, le taux de dépôt de 2% est déjà proche du taux neutre. Selon la Banque centrale européenne (BCE), à l'heure actuelle, les risques conjoncturels et inflationnistes s'équilibrent, et donc aucun ajustement supplémentaire ne serait encore nécessaire. Pour autant, elle pourrait rapidement changer d'avis si les données conjoncturelles devaient se dégrader. Aussi pensons-nous qu'un nouvel assouplissement de la politique monétaire européenne cette année demeure réaliste. Les effets négatifs des droits de douane américains ne se sont pas encore pleinement fait sentir. La crise gouvernementale en France et les écarts croissants des obligations d'Etat françaises pourraient même inciter la BCE à envisager une nouvelle baisse des taux.

La BNS tente d'éviter les taux négatifs

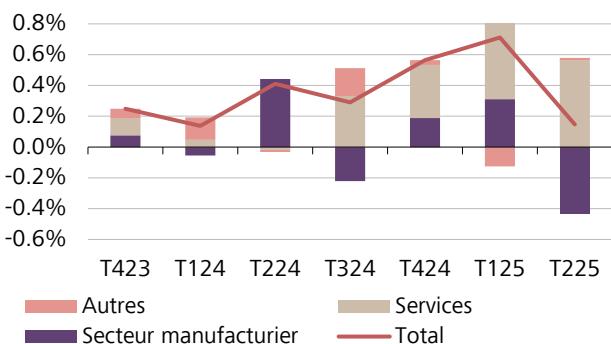
De son côté, la Banque nationale suisse (BNS) continue de se montrer prudente après le choc douanier de début août. Une baisse du taux directeur dans la fourchette négative n'est pas prévue dans l'immédiat. La BNS continue d'attirer l'attention sur les obstacles importants inhérents aux taux négatifs et souligne qu'en raison des effets secondaires possibles, ceux-ci ne seraient envisageables que dans des conditions bien particulières. Selon la BNS, il n'y aurait par exemple pas de risque aigu de déflation à l'heure actuelle. Pour le moment, l'inflation s'éloigne légèrement de zéro. Le cours euro / franc est globalement stable et l'appreciation par rapport à l'USD est davantage due à la faiblesse de la monnaie états-unienne qu'à la force du franc. La conjoncture perd certes de l'élan, mais cela reste dans le cadre des attentes. La BNS semble vouloir attendre de voir les effets des tarifs douaniers américains se déployer, notamment parce qu'une détente prochaine du conflit commercial avec les Etats-Unis n'est pas à exclure.

Secteurs suisses



CRÉATION DE VALEUR PAR SECTEUR

Contributions à la croissance du PIB réel par rapport au trimestre précédent

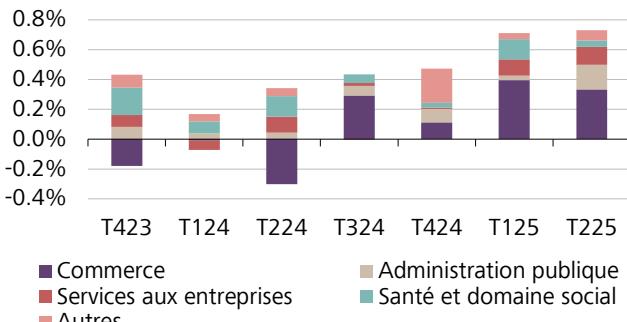


Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research



CROISSANCE DANS LE SECTEUR TERTIAIRE

Contributions du secteur à la variation trimestrielle

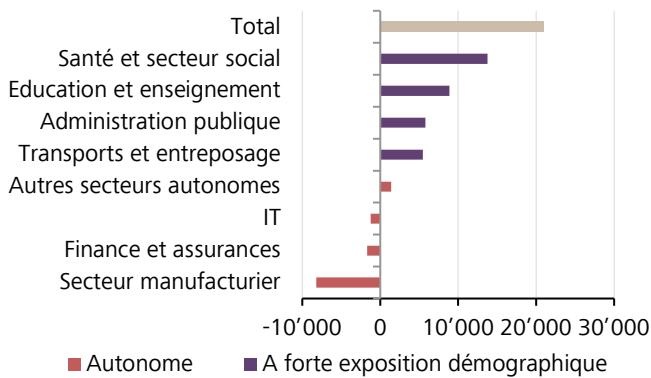


Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research



MARCHÉ DE L'EMPLOI

Emploi en ETP, croissance T2 2024 – T2 2025



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

Robustesse du secteur tertiaire

Après la forte hausse des exportations en début d'année, la création de valeur dans le secteur manufacturier a de nouveau nettement chuté au deuxième trimestre. Grâce à la croissance continue dans le secteur des services, le PIB corrigé des événements sportifs a de nouveau augmenté, bien que très légèrement. A l'heure actuelle, la production économique est ainsi supérieure de 1,7% par rapport à l'exercice précédent, la forte hausse étant presque entièrement attribuable au secteur tertiaire. Près de la moitié de la croissance du PIB provient du commerce de transit, une activité volatile du commerce de gros. Dans l'ensemble, la croissance dans les secteurs des services s'appuie sur un socle solide. Par rapport à l'exercice précédent, elle est plus marquée dans les secteurs de l'administration publique (+2,6%), ainsi que ceux de la santé et du domaine social (+2,2%). Les secteurs proches de l'Etat ne sont pas les seuls à enregistrer une hausse de la création de valeur. C'est également le cas de l'hôtellerie-restauration (+1,8%), des transports et communications (+1,4%) ou encore des services aux entreprises (+1,1%), par exemple. Par rapport à l'exercice précédent, seuls les services financiers (-0,4%) et l'éducation (-0,1%) s'inscrivent en baisse au deuxième trimestre.

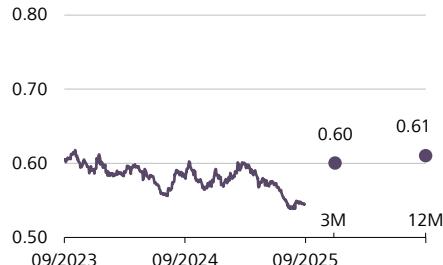
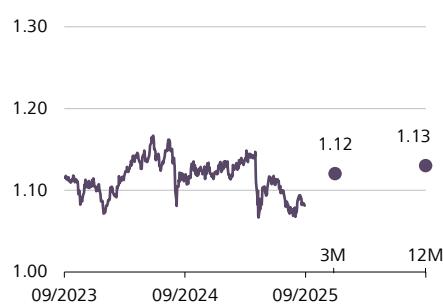
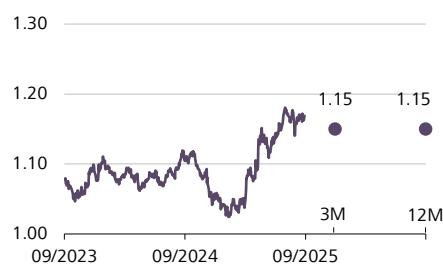
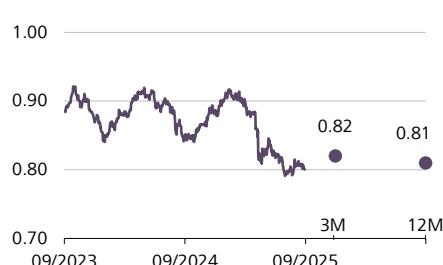
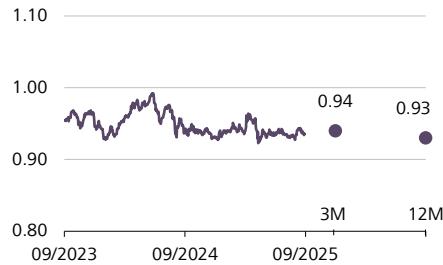
Poursuite de la croissance de l'emploi en général

Dans le secteur manufacturier, les droits de douane américains menacent encore les emplois, plus de 8'000 ayant été supprimés au cours des quatre derniers trimestres (cf. graphique). La stabilité du secteur tertiaire ne laisse néanmoins pas penser à un effondrement du marché de l'emploi. La croissance de l'emploi y est principalement soutenue par les secteurs des services à forte exposition démographique, peu dépendants de l'évolution générale de la conjoncture. C'est le cas, par exemple, du secteur de la santé, de l'éducation et de l'administration publique. Au cours des quatre derniers trimestres, seuls ces secteurs proches de l'Etat ont créé de nouveaux emplois. En revanche, dans les secteurs autonomes dont l'exposition démographique est moindre, la tendance de l'emploi est morose. Cela inclut non seulement le secteur manufacturier, mais également ceux comme l'informatique ou la finance, qui étaient précédemment porteurs de croissance. Dans la mesure où, en Suisse, ces secteurs totalisent près de 40% des emplois, les perspectives du marché de l'emploi restent donc baissières. En effet, globalement, presque aucun indice ne semble suggérer une quelconque croissance du marché de l'emploi. Aussi, le taux de chômage devrait-il continuer d'augmenter légèrement.

Devises



PREVISIONS



* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

EUR/CHF

L'échec provisoire des négociations douanières entre la Suisse et les Etats-Unis a profité à l'euro face au franc suisse surtout pendant la première semaine d'août. La dynamique s'est toutefois ralentie à partir de la seconde quinzaine, et à la fin du mois, le gain de cours ne présentait plus que 0,6%. En effet, la monnaie helvétique est toujours recherchée comme valeur refuge. De son côté, la monnaie commune continue d'être soutenue par les taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE), nettement plus élevés que ceux de la Banque nationale suisse (BNS). Nous tablons donc sur un maintien à un niveau stable de la paire de devises EUR/CHF sur l'année.

USD/CHF

Au vu du repli du marché de l'emploi américain, la Fed a ouvert, lors de sa réunion de Jackson Hole, la porte à une baisse des taux directeurs en septembre. En attendant, l'USD s'est déprécié de 1,5% par rapport au franc suisse en août, malgré le marteau douanier de 39%. Outre les attentes accrues de baisses des taux aux Etats-Unis, l'espérance des investisseurs qu'un accord douanier soit conclu à de meilleures conditions explique l'appréciation du franc. Par ailleurs, le dollar est pénalisé par le risque d'inflation dû aux tarifs douaniers et les attaques de Donald Trump à l'encontre l'indépendance de la Fed. Nous tablons finalement sur un maintien à un niveau stable de la paire de devises USD/CHF.

EUR/USD

A la suite de l'accord commercial entre l'Union européenne (UE) et les Etats-Unis, l'euro s'est apprécié de 2,4% par rapport au dollar US le mois dernier. Il est toutefois possible que la monnaie commune ait progressé exagérément. C'est d'autant plus vrai que la BCE assouplira sans doute encore un peu sa politique monétaire ces prochains mois afin de soutenir l'économie vacillante. Sur l'année, nous tablons sur deux baisses de taux d'un total de 50 points de base. A moyen terme, nous voyons donc la paire de devises EUR/USD légèrement en deçà du prix spot actuel, à 1.15.

GBP/CHF

Lors de sa séance d'août, la Bank of England (BoE) a réduit son taux directeur de 25 points de base, à 4%, en raison de la contraction de l'économie. L'inflation en Grande-Bretagne reste toutefois tenace: en juillet, elle est même passée de 3,6% à 3,8%, son plus haut niveau depuis un an et demi. Il n'existe donc qu'une marge de manœuvre étroite pour de nouvelles baisses de taux à l'avenir. Dans ce contexte, la livre sterling a progressé de 0,8% par rapport au franc suisse le mois dernier. A notre avis, la monnaie britannique intègre actuellement trop d'éléments négatifs. Nous prévoyons que le cours GBP/CHF s'établisse à 1.13 sur 12 mois.

JPY/CHF*

Le cours JPY/CHF s'est hissé un moment jusqu'à 0.5511 en août. A la fin du mois, la hausse s'élevait à 1,1%. Entretemps, Scott Bessent, le ministre américain des finances, a publiquement reproché à la Banque du Japon (BoJ) d'agir «après que le train est passé» dans la lutte contre le renchérissement, sachant que l'inflation sous-jacente se chiffrait à 3,1% en juillet. A notre avis, les autorités monétaires ne se laisseront toutefois pas mettre sous pression par les critiques de Washington. Au vu du repli de la conjoncture, nous pensons qu'elles ne resserreront que très timidement leur politique monétaire. Nous voyons néanmoins un potentiel d'appréciation pour le yen. À horizon d'un an, nous l'estimons à 0,61 franc.

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (Croissance annuelle moyenne en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse*	2.9	1.2	0.9	0.9	1.0
Zone euro	3.6	0.5	0.8	0.9	1.0
Etats-Unis	2.5	2.9	2.8	1.5	1.3
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	3.0	3.3
Chine	2.0	0.2	0.2	0.2	0.5
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	4.00-4.25	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	0.24	0.30	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.65	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.07	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.60	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	0.82	0.81
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.54	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.15	1.15
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	67	68	70
Or (USD/once)	2063	2625	3628	3550	3600

*corrigé des événements sportifs **les chiffres du PIB sont plus controversés dans leur exactitude que dans d'autres pays et devraient être considérées avec une certaine réserve ***taux directeur respectivement pertinent pour les taux du marché monétaire (taux des dépôts de la BNS, taux des dépôts de la BCE, corridor pour le taux cible des fonds fédéraux ***08.09.2025

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉ DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2021	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
PIB, réel, évolution en %	5.3	2.9	1.2	0.9	0.9	1.0
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
Taux de chômage en %	3.0	2.2	2.0	2.5	2.9	3.3
Inflation in %	0.6	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Auteurs

Domagoj Arapovic
Jonas Deplazes

Autres Publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.

www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet

www.raiffeisen.ch

Mentions légales importantes

Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication.

Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.